

UNIVERSITÉ DU QUÉBEC

MÉMOIRE PRÉSENTÉ À
L'UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À TROIS-RIVIÈRES

COMME EXIGENCE PARTIELLE
DE LA MAÎTRISE EN ADMINISTRATION (MBA)

PAR
Abdelaziz Chtourou

L'IMPACT DE LA STRUCTURE DE PROPRIÉTÉ AVEC LA
PRÉSENCE DE SOCIÉTÉS DE CAPITAL DU RISQUE SUR LA
RELATION ENTRE LA STRUCTURE FINANCIÈRE ET LES
DÉCISIONS D'INVESTISSEMENT : LE CAS DES PME
QUÉBÉCOISES

AOÛT 2013

Université du Québec à Trois-Rivières

Service de la bibliothèque

Avertissement

L'auteur de ce mémoire ou de cette thèse a autorisé l'Université du Québec à Trois-Rivières à diffuser, à des fins non lucratives, une copie de son mémoire ou de sa thèse.

Cette diffusion n'entraîne pas une renonciation de la part de l'auteur à ses droits de propriété intellectuelle, incluant le droit d'auteur, sur ce mémoire ou cette thèse. Notamment, la reproduction ou la publication de la totalité ou d'une partie importante de ce mémoire ou de cette thèse requiert son autorisation.

SOMMAIRE

Dans un marché financier parfait, les fonds sont toujours disponibles pour financer les investissements. Par conséquent, l'investissement dans ce type de marché ne dépend pas des décisions financières (Modigliani et Miller, 1958). En revanche, la réalité fait que le marché financier est caractérisé par l'imperfection. Dans ce contexte, les investisseurs peuvent faire face à un refus de financement ou à un nombre limité de types de financement pour couvrir les frais qu'impliquent leurs projets (Fluck, Holtz-Eakin et coll. 1998). La disponibilité du financement est donc un principal déterminant dans les décisions d'investissements (Josée Saint-Pierre, 2008).

L'objectif de ce travail consiste à analyser l'impact de la structure de propriété avec la présence de sociétés de capital de risque (SCR) sur la relation entre la structure financière et les décisions d'investissements dans les petites et moyennes entreprises (PME) québécoises. Plus spécifiquement, on a analysé l'impact de la présence des SCR dans la structure de propriété sur la relation entre la structure financière et les décisions d'investissement, examiné cet impact sur cette relation selon l'âge de la PME et traité cet impact selon le degré de concentration de la structure de propriété. Nous avons élaboré des comparaisons entre deux sous-échantillons de PME. Ces deux groupes sont constitués par les PME financées par capital de risque et celles qui ne bénéficient pas de ce type de financement. Nos hypothèses cherchent à vérifier la relation positive entre l'investissement et les flux de trésorerie en tenant compte de la présence de SCR, de l'âge et de la concentration de la structure de propriété. Suite à l'analyse des résultats statistiques, nous ne pouvons pas confirmer l'existence d'un impact, suite à la présence de SCR dans la structure de propriété, sur la relation entre la structure financière et les décisions d'investissement.

TABLE DES MATIÈRES

SOMMAIRE.....	ii
TABLE DES MATIÈRES.....	iii
LISTE DES TABLEAUX.....	v
LISTE DES FIGURES.....	vi
LISTE DES ABRÉVIATIONS ET ACRONYMES.....	vii
REMERCIEMENTS.....	viii
 INTRODUCTION ET PROBLÉMATIQUE MANAGÉRIALE.....	 10
 CHAPITRE 1 – REVUE DE LA LITTÉRATURE.....	 16
 2.1 – Les décisions d’investissement.....	 16
2.1.1 – Importance et définition des décisions d’investissement.....	16
2.1.2 – Sous-investissement versus surinvestissement.....	17
2.1.2.1 – <i>La situation de sous-investissement</i>	17
2.1.2.2 – <i>La situation de surinvestissement</i>	18
2.1.3 – L’interrelation entre les décisions d’investissement et les décisions de financement.....	20
2.2 – Financement des PME.....	22
2.2.1 – Les explications théoriques des choix de financement des PME.....	23
2.2.1.1 – <i>La théorie de l’agence</i>	23
2.2.1.2 – <i>La théorie de l’ordre hiérarchique (Pecking Order Theory)</i>	33
2.2.1.3 – <i>La théorie de l’entrepreneur</i>	36
2.2.2 – Les principales sources du financement des PME.....	41
2.2.2.1 – <i>Le financement par capitaux propres</i>	41
2.2.2.2 – <i>Le financement par dettes</i>	42
2.3 – L’impact du financement par le capital de risque sur les entreprises.....	43

2.4 – Le cadre conceptuel.....	45
2.4.1 – Objectif de la recherche.....	45
2.4.2 – Le schéma de synthèse conceptuel.....	46
2.4.3 – Les hypothèses.....	46
 CHAPITRE 2 – MÉTHODOLOGIE DE LA RECHERCHE.....	50
 3.1 – Définition conceptuelle des variables et instruments de mesure.....	50
3.1.1 – Variable indépendante.....	50
3.1.2 – Variable dépendante.....	50
3.1.3 – Les variables modératrices.....	51
3.2 – La stratégie de recherche.....	52
3.2.1 – Cadre d'échantillonnage et cueillette de données.....	52
3.2.2 – Échantillonnage.....	53
 CHAPITRE 3 – RÉSULTATS ET INTERPRÉTATION.....	54
 4.1 – Analyse descriptive.....	54
4.2 – Vérification des hypothèses de la recherche.....	59
 CONCLUSION.....	75
 RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES.....	77

LISTE DES TABLEAUX

4.1 – Statistiques descriptives de l'échantillon.....	55
4.2 – Ratio d'endettement.....	56
4.3 – Analyse de la rentabilité.....	57
4.4 – Les résultats des tests de la corrélation entre l'investissement et les flux de trésorerie selon l'âge de la PME.....	61
4.5 – Les résultats des tests de la corrélation entre l'investissement et les ventes selon l'âge de la PME.....	64
4.6 – Les résultats des tests de la corrélation entre l'investissement et les dettes selon l'âge de la PME.....	66
4.7 – Les résultats des tests de la corrélation entre l'investissement et les flux de trésorerie selon la concentration de la structure de propriété.....	69
4.8 – Les résultats des tests de corrélation entre l'investissement et les ventes selon la concentration de la structure de propriété.....	72
4.9 – Les résultats des tests de corrélation entre l'investissement et les dettes selon la concentration de la structure de propriété.....	73

LISTE DES FIGURES

2.1 – La théorie de l'ordre hiérarchique de financement.....	33
2.2 – L'investissement et les décisions de financement.....	35
2.3 – Le Modèle du cycle de la croissance financière de Berger et Udell.....	39
3.1 – Schéma de synthèse conceptuel.....	46

LISTE DES ABRÉVIATIONS ET ACRONYMES

APCE	Agence pour la création d'entreprises
ARD	American Research and Development Corporation
CR	Capital de risque
LaRePE	Laboratoire de recherche sur la performance des entreprises
MIT	Massachusetts Institute of Technology
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotation
PME	Petites et moyennes entreprises
POT	Pecking Order Theory
R&D	Recherche et développement
ROA	Rentabilité de l'actif total (de l'anglais <i>Return on Assets</i>)
ROE	Avoir des actionnaires (de l'anglais <i>Return on Equity</i>)
SBIR	Small Business Innovation Research
SCR	Société de capital de risque
TIC	Technologies de l'information et de la communication
VAN	Valeur actuelle nette

REMERCIEMENTS

A mon directeur de recherche, Théophile Serge Nomo, pour son soutien, son encadrement et ses encouragements. Je lui exprime ma reconnaissance pour sa collaboration, ses conseils et sa disponibilité. Je tiens de le remercier pour le climat enrichissant et pour ses orientations qui m'ont donné une valeur ajoutée tout au long la réalisation de ce travail. Son expertise, son expérience, son professionnalisme et son sens d'écoute m'ont facilité le travail dans un environnement riche et confortable.

Un grand merci à tout le personnel du département des sciences de la gestion et particulièrement, Amélie Pellerin, pour sa présence, sa disponibilité et son professionnalisme qui m'ont rendu le contexte de mon travail confortable et agréable.

Je tiens à rendre hommage à l'Université du Québec à Trois-Rivières pour l'environnement du travail chaleureux et pour tous les moyens mis à la disposition des étudiants. Je remercie aussi tout le corps professoral et tout le personnel de l'UQTR pour leurs efforts et pour leurs collaborations.

Merci à tous le personnel de l'institut de recherche sur les PME et particulièrement, Martin Morin, pour sa collaboration et sa contribution dans les tests statistiques de mon mémoire.

Un grand merci à tous mes amis du MBA pour le climat agréable et pour les souvenirs chaleureux. Un climat confortable qui m'a aidé à s'intégrer facilement dans un nouvel environnement.

Je tiens aussi à rendre un hommage particulier au corps professoral de l'IHEC de Sfax pour le soutien et pour l'effort dépensé tout au long mes études à Sfax qui a contribué à mon succès.

A mes amis en Tunisie, les personnes avec qui j'ai partagé tous les bons moments et les beaux souvenirs. Merci pour l'encouragement et le soutien incontournable. Malgré la distance, vous êtes toujours dans ma pensée et je vous dédie ce travail.

Un grand merci à ma belle famille pour le soutien et l'encouragement. Merci à ma belle mère Hédia et je vous dédie ce travail. A la mémoire de mon beau père Fethi. Tu es toujours présent dans mon esprit et je vous dédie ce travail.

A mes très chers parents Abdelmadjid et Samira pour l'amour, l'affection et les sacrifices consentis au cours de mes études. A mon très cher frère Mohamed pour son soutien incontestable pendant les moments ardu. A ma chère petite sœur Yasmine que je l'aime beaucoup. Malgré la distance, vous êtes toujours présent dans mon cœur et j'avoue que tous mes succès et toute ma réussite est grâce à vous. Merci à toute ma famille.

A ma chère épouse, Illef, qui n'a jamais cessé de m'encourager durant mes études, et qui m'a toujours été un incontestable support moral. Je t'aime et je serai toujours reconnaissant à toi.

– I –

INTRODUCTION ET PROBLÉMATIQUE MANAGÉRIALE

La recherche scientifique sur les PME a connu une évolution considérable ces dernières décennies. Cette évolution dans la recherche académique a été en phase avec la réalité de la position des PME dans toutes les économies du monde en général et dans l'économie canadienne en particulier. De nos jours, les PME jouent un rôle crucial au sein de l'économie canadienne, surtout du côté de la création d'emplois et en termes de retombées au profit du PIB national. Malgré leurs tailles variées, les PME ont contribué à la création d'emploi au Canada pour un taux qui s'élève à 53 % dans le troisième trimestre de 2011 (Industrie, 2012). En 2005, les PME ont contribué à hauteur de 54,3 % au PIB canadien (Danny, Luke et coll., 2011). Selon STATISTIQUE CANADA (2004), les PME représentent plus de 95 % du total des entreprises dans la province du Québec. De fait, ces entreprises occupent une place prépondérante dans la croissance et le développement économique du Québec (Julien, 2000). Cette situation confortable, par rapport aux autres entités économiques de l'écosystème, a détourné les regards de plusieurs chercheurs qui ont accordé une attention particulière aux PME en général et aux sujets connexes à ces firmes en particulier. En parallèle avec le rôle important des PME dans la sphère économique, ces petites et moyennes firmes sont confrontées aux enjeux de rentabilité, fragilisées par leurs premiers balbutiements étant donné leur entrée dans le tissu économique durant leurs premières années (Marchesnay et Julien, 1996). Cette phase, embryonnaire et turbulente a fait que des spécialistes de la question se sont penchés sur les risques et les menaces qui mettent à mal la survie des PME. La plupart des académiciens stipulent, dans leurs écrits, que les causes principales de ce phénomène sont liées aux difficultés financières, au rôle central du propriétaire-dirigeant et aux problèmes de la transparence informationnelle (McMahon, Holmes et coll., 1993 ;

Coleman 2000 ; Van Auken, 2001 ; Saint-Pierre, 2004; tiré de Josée Saint-Pierre, 2008).

La littérature est d'ailleurs abondante en la matière. Plusieurs études ont en effet évoqué l'importance du choix de financement des PME. Les références se sont attardées sur les problèmes de financement qui dominent surtout les petites et les jeunes firmes (Terpstra et Olson, 1993). Le choix du financement selon plusieurs auteurs est un facteur primordial pour la survie des PME dans la mesure où l'adoption d'une stratégie de financement inadéquate peut avoir un impact grave sur la croissance des PME, quitte à forcer certains entrepreneurs à mettre la clé sous la porte (Van Auken et Neeley, 1996 ; Coleman, 2000). Ces difficultés de financement sont dues aux spécificités des PME qui sont sensibles aux problèmes d'asymétrie d'information (Stiglitz et Weiss 1981 ; Myers et Majluf 1984 ; Deloof 1998; tiré de Josée Saint-Pierre 2008) et à l'influence importante des propriétaires-dirigeants qui méconnaissant parfois les alternatives de financement (Van Auken, 2001). L'asymétrie d'information peut conduire à une sous-évaluation des actifs de l'entreprise de la part des bailleurs de fonds (Myers et Majluf, 1984). Ce qui rend ces derniers sceptiques par rapport au financement de ces firmes. Selon le modèle de cycle de croissance financière, la disponibilité d'information est un facteur important de financement (Berger et Udell, 1998). La théorie de l'ordre hiérarchique, quant à elle, énonce que les entreprises optent plutôt pour le financement interne étant donné son faible coût (Myers, 1984).

Dans un marché financier parfait, les fonds sont toujours disponibles pour financer les investissements. Par conséquent, l'investissement dans ce type de marché ne dépend pas des décisions financières (Modigliani et Miller, 1958). En revanche, la réalité fait que le marché financier est caractérisé par l'imperfection. Dans ce contexte, les investisseurs peuvent faire face à un refus de financement ou à un nombre limité de types de financement pour couvrir les frais qu'impliquent leurs projets (Fluck, Holtz-

Eakin et coll. 1998). La disponibilité du financement est donc un principal déterminant dans les décisions d'investissements (Josée Saint-Pierre, 2008). Dans le même ordre d'idées, Morissette (2008) a écrit que « les décisions d'investissement et de financement ne peuvent être séparées, puisque la façon dont l'entreprise se finance a un certain impact sur la valeur de ses projets d'investissement » (Morissette, 2008, p. 7). Les obstacles financiers peuvent aussi générer des problèmes au niveau de l'investissement chez les PME de manière à limiter leurs choix des sources de financement, au risque d'avoir des problèmes de sous-investissement. Dans ce contexte, plusieurs chercheurs comme Manigart, Baeyens et coll. (2003), Fathi et Gailly (2004) et Patrick Van Cayseele (2002) ont focalisé sur l'interdépendance entre la structure financière, les choix et les décisions d'investissement dans leurs études.

En tenant compte des contraintes de financement relatives aux petites et moyennes entreprises, ces dernières se trouvent parfois obligées de financer les investissements uniquement, à partir des flux de trésorerie générés à l'interne (Fazzari, Hubbard et coll. 1988 ; Himmelberg et Petersen 1994). De plus, selon la théorie de l'ordre hiérarchique de financement de Myers et Majluf (1984), les entreprises préfèrent envisager l'autofinancement en priorité grâce au faible coût et à cause des contraintes de financement qui sont imposées par la présence de l'asymétrie d'information. Selon Fazzari, Hubbard et coll. (1988), il y a une relation positive entre les flux de trésorerie générés à l'interne et le volume d'investissement. Cette relation peut être justifiée par la présence des contraintes de financement causée par l'asymétrie d'information, empêchant ainsi les offreurs de financement d'être bien informés. Cela rend les PME incapables d'attirer les fonds nécessaires pour financer leurs investissements (Stiglitz et Weiss, 1981 ; Myers et Majluf, 1984 ; Deloof, 1998 ; Van Auker, 2001 ; Manigart, Baeyens et al., 2003; tiré de Josée Saint-Pierre, 2008). La relation positive entre les flux de trésorerie générés à l'interne et les investissements peut engendrer un problème de sous-investissement, car ces derniers peuvent être limités à ces flux internes (Manigart, Baeyens et al., 2003). Le résultat peut conduire

à des situations où on ne peut pas investir dans les projets affichant une valeur nette actualisée positive. Du coup, les flux de trésorerie générés à l'interne sont des paramètres principaux aidant à prendre les décisions d'investissement appropriées (Vogt 1994). Selon Manigart, Baeyens et coll. (2003), la relation positive entre les flux de trésorerie générés à l'interne et les décisions d'investissement peut être aussi expliquée par la théorie des flux de trésorerie disponible (Jensen, 1986). Selon cette hypothèse, la séparation entre la propriété et le contrôle peut mener l'entreprise à un problème d'agence. Et étant donné que les objectifs des dirigeants peuvent différer de ceux des propriétaires, le dirigeant peut dépenser les flux de trésorerie disponibles dans des projets ou dans des investissements qui ne créent pas nécessairement de la valeur. La firme risque ainsi de se trouver face à un problème de surinvestissement (Manigart, Baeyens et coll., 2003). Mais le recours au financement externe peut exiger une surveillance accrue permettant de contrôler le problème de surinvestissement (Goergen et Renneboog, 2001).

Parmi les bailleurs de fonds qui exigent une surveillance élevée, on trouve le capital de risque qui est défini selon Ménard (1994, p.773) comme étant « du capital investi dans une opération ou une entreprise comportant des risques particulièrement élevés et dont la rémunération n'est fonction que de la bonne ou mauvaise fortune de l'entreprise ». Les *sociétés de capital de risque* (SCR) garantissent la surveillance par l'acquisition de sièges au sein des conseils d'administration des entreprises (Manigart, Baeyens et coll., 2003). Par un bon système de traitement des informations, la présence de SCR dans les entreprises fait en sorte de diminuer le problème de l'asymétrie d'information. La surveillance des SCR permet de détecter les mauvaises décisions prises par les dirigeants, par exemple l'investissement dans des projets à VAN négative, ce qui réduit le problème de surinvestissement (Manigart, Baeyens et coll., 2003). Comme les SCR ont accès aux informations de la firme, elles peuvent investir dans les projets rejetés par les tiers mal informés. On en déduit que les SCR empêchent les problèmes de sous-investissement (Reid, 1996).

Aussi, les SCR peuvent réduire l'asymétrie d'informations par l'obtention des informations pré et post-investissement (Rajan, 1992 ; Reid, 1996), ce qui réduit les problèmes de sur et de sous-investissement (Manigart, Baeyens et coll., 2003). Il faut aussi noter que l'âge de l'entreprise est un élément majeur qui intervient dans le processus d'obtention du financement (Berger et Udell, 1998). Il existe, comme l'indique la théorie de l'ordre hiérarchique, une étroite relation entre l'âge des firmes et la structure du capital (Myers, 1984). Les jeunes entreprises ont des choix de financement limités, contrairement aux firmes d'âge mature qui disposent de plus d'opportunités de financement. Cette relation peut-être expliquée par l'expérience des entreprises matures par rapport aux jeunes sociétés qui affichent une plus grande asymétrie d'information dans les premières phases de leur cycle de vie (Van Auken, 2001).

L'objectif de ce travail consiste donc à analyser l'impact de la structure de propriété avec la présence de sociétés de capital de risque sur la relation entre la structure financière et les décisions d'investissements dans les PME québécoises. La pertinence de ce travail réside dans le fait que la plupart des études intéressées au capital de risque sont focalisées sur l'offre de ce financement (Nomo, 2010), et on note que peu d'études s'intéressent à l'impact de la présence de sociétés de capital de risque (SCR) sur la relation entre la structure financière et les décisions d'investissements dans les PME (Fathi et Gailly, 2004). À notre connaissance, l'impact des SCR sur cette relation n'a pas encore été testé sur un échantillon de PME québécoises. Sur l'élan de ce mémoire, je tenterai de contribuer à l'avancement des travaux dans le domaine du financement des PME au Québec. Le thème choisi est très important, car le financement est un facteur décisif dans le succès ou l'échec des entreprises, voire un facteur de survie chez les PME.

Ce travail se répartit sur six chapitres : le premier se limite à introduire le travail et à présenter la problématique générale, le deuxième exposera la littérature qui s'articule

principalement sur les décisions d'investissement, sur le financement des PME et sur les sociétés de capital de risque. Quant au troisième chapitre, il expose la méthodologie, le cadre conceptuel et les hypothèses à tester. Le quatrième chapitre contiendra les résultats obtenus après avoir testé les hypothèses. Le cinquième chapitre fait état de la discussion, de l'analyse et de l'interprétation de ces résultats dans le but de dégager des conclusions, lesquelles constitueront le dernier chapitre.

– II – REVUE DE LA LITTÉRATURE

2.1 – Les décisions d’investissement

Les dirigeants de l’entreprise se retrouvent souvent face à trois décisions financières, c’est-à-dire : les décisions d’investissement, les décisions de financement et la politique de distribution des dividendes (Josée Saint-Pierre, 2008 ; Morissette, 2008). Dans cette partie, nous nous intéresserons aux décisions d’investissement au sein des PME.

2.1.1 – Importance et définition des décisions d’investissement

Dans un marché de financement parfait, les décisions d’investissement sont considérées comme étant les seules décisions financières pouvant exercer une influence sur la valeur de l’entreprise (Morissette, 2008). Page (1999) prévoit que la décision d’investissement est la décision financière la plus importante pour un dirigeant. Il ajoute aussi que la croissance des entreprises est fonction des investissements et il définit l’entreprise « comme un ensemble de projets d’investissement » (Page, 1999), ce qui fait foi de l’importance de ces décisions.

Rekik (2010) définit l’investissement comme « un engagement durable ». Une décision d’investissement est toute décision qui conduit à l’achat d’un actif dans le but d’obtenir des flux de trésorerie futurs afin de maximiser la richesse des propriétaires (G. Charreaux, 1991). En d’autres termes, c’est toute décision qui conduit à l’acquisition d’actifs corporels ou incorporels qui peuvent « assurer la croissance de l’entreprise » (Morissette, 2008). Les entreprises doivent donc investir dans des projets affichant un rendement espéré positif dans le but d’accroître leur valeur.

2.1.2 – Sous-investissement versus surinvestissement

Selon Ang (1992), le volume d'investissement dans la PME est un aspect doté d'une grande importance. En effet, une question se pose avec acuité : est-ce que la PME investit d'une façon optimale et suffisante ? La réponse à cette question pose deux principales situations d'investissement : le sous-investissement et le surinvestissement.

2.1.2.1 – La situation de sous-investissement

Le sous-investissement est la situation dans laquelle l'entreprise n'investit pas dans des projets à valeur actuelle nette positive. En d'autres termes, ce phénomène implique que l'entreprise n'investit pas dans les projets rentables, ce qui peut minimiser la valeur de l'entreprise (Josée Saint-Pierre, 2008).

Parfois, les propriétaires-dirigeants des PME s'orientent vers une politique de sous-investissement pour plusieurs causes et raisons. Tout d'abord, les PME sont confrontées généralement à des choix de financement limités et des moyens financiers restreints. De plus, les coûts de financement offerts aux PME sont élevés en raison de l'asymétrie de l'information, ce qui conduit les entrepreneurs à recourir à l'autofinancement. Mises à part les PME utilisant l'autofinancement de façon obligée, les entrepreneurs préfèrent aussi ce mode de financement pour conserver leur contrôle, leur dominance et le style de gouvernance au sein de leurs PME. Cette situation d'autofinancement peut être insuffisante pour financer un projet à VAN positive, ce qui conduit à une situation de sous-investissement (Manigart, Baeyens et coll., 2003 ; Fathi et Gailly, 2004 ; Josée Saint-Pierre, 2008). À ce propos, la PME est considérée comme un prolongement de l'entrepreneur ; ce rôle central du propriétaire-dirigeant peut influencer sur les décisions d'investissement et risque même

de conduire la PME à une situation de sous-investissement dans le cas où cet entrepreneur n'a pas d'expérience dans la sélection de projets, dans l'évaluation d'un tel actif ou s'il n'est pas familier avec certaines sources de financement, lesquelles doivent être compatibles avec l'investissement en termes de coût et de forme (Van Auken, 2001 ; Josée Saint-Pierre, 2008). Toutefois, les partenaires de la PME qui sont averses au risque peuvent influencer sur les décisions d'investissement dans le sens où l'entreprise n'investit pas dans les projets risqués à VAN positive. Les entrepreneurs de l'entreprise peuvent avoir des objectifs et des motivations autres que les objectifs financiers ou les objectifs de maximisation de la richesse des actionnaires. Dans un tel cas où l'entrepreneur veut éviter l'augmentation des valeurs de revente des participations des actionnaires, il peut augmenter les dépenses qui ne sont pas nécessaires et qui sont discrétionnaires au lieu d'investir dans des projets rentables, ce qui engendre une situation de sous-investissement (Trabelsi, 2006).

La situation de sous-investissement peut influencer négativement sur la valeur de l'entreprise, surtout que la situation financière des PME est délicate et que les investissements dans les actifs sont un moyen qui génère les liquidités et les fonds pouvant être l'essence même de la croissance des PME.

2.1.2.2 – La situation de surinvestissement

Contrairement au sous-investissement, une politique de surinvestissement est définie, selon Josée Saint-Pierre (2008), comme étant la situation où « l'entreprise a épuisé son portefeuille de projets rentables et qu'elle réalise des projets qui ont pour effet de réduire sa valeur marchande ». C'est une politique d'investissement excessif qui n'apporte donc aucune valeur ajoutée à l'entreprise.

Les entrepreneurs des PME se trouvent parfois incités à appliquer une politique de surinvestissement pour plusieurs raisons. Dans le contexte où il existe des partenaires

externes à la PME et ayant une contribution dans les projets. Le propriétaire-dirigeant peut s'orienter vers le surinvestissement par la voie de l'investissement dans des projets non rentables pour diminuer la distribution des dividendes sur ses partenaires, c'est-à-dire dans le cadre d'une politique qui ne vise pas à prioriser la distribution des dividendes (Jensen, 1986 ; tiré de Josée Saint-Pierre, 2008). Au sein des PME, les entrepreneurs peuvent avoir des objectifs autres que la maximisation des richesses et autres que les motivations financières. Dans un tel cas, l'entrepreneur peut investir dans des projets qui augmentent la taille de l'entreprise et qui non seulement ne créent pas de la valeur, mais qui la détruisent, pour la seule raison que le propriétaire-dirigeant est motivé d'augmenter la taille de la firme (Manigart, Baeyens et coll., 2003). Une politique de surinvestissement peut être un moyen pour réduire les bénéfices imposables par l'investissement dans des projets à VAN négative, ce qui a pour but de réduire l'impôt à payer (Josée Saint-Pierre, 2008). Aussi, l'expérience limitée et le manque d'habiletés en gestion financière de l'entrepreneur peuvent conduire à l'investissement dans des projets non rentables qui détruisent la valeur de l'entreprise (Josée Saint-Pierre, 2008). On remarque que la situation de surinvestissement n'est pas causée par l'insuffisance des ressources financières, mais par un excès dans les ressources financières.

Toutefois, une telle situation de surinvestissement est non bénéfique à l'entreprise, car elle permet de détruire la valeur par l'investissement dans des projets non rentables. Pour cette raison, les entrepreneurs doivent se méfier de cette politique afin d'éviter de diminuer la valeur de leurs PME puisque les mauvaises décisions d'investissement ne peuvent pas être corrigées, parce qu'irréversibles et non gratuites (Page, 1999). L'investissement dans un projet exige des fonds qui lui sont alloués, ce qui est crucial pour les PME sensibles du côté des ressources financières.

2.1.3 – L’interrelation entre les décisions d’investissement et les décisions de financement

Chaque décision d’investissement doit être prise en interrelation avec une décision de financement, car tous les projets et toutes les sources de financement ont un coût, et par conséquent, l’entreprise doit allouer les ressources nécessaires pour la réalisation des investissements (Page, 1999). L’entreprise, dans ce cas, doit choisir les types de financement de l’investissement à un coût réduit qui assure la réalisation des projets d’une façon optimale. Cela nous conduit à conclure que la structure financière et les décisions d’investissement sont deux variables interdépendantes, c’est-à-dire que le choix de la structure financière est un déterminant des décisions d’investissement (Fazzari, Hubbard et coll., 1988 ; Page, 1999 ; Fathi et Gailly, 2003 ; Rekik, 2010).

Dans ce contexte d’interdépendance entre les décisions d’investissement et les décisions de financement, des contraintes financières, un choix de financement limité et des coûts de capital élevés, les PME se trouvent parfois obligées de financer leurs projets par un seul choix existant et par le financement préféré des entrepreneurs, soit le financement par les liquidités générées à l’interne (Fazzari, Hubbard et coll., 1988 ; Himmelberg et Petersen, 1994). Certains auteurs comme Fazzari, Hubbard et coll. (1988) énoncent qu’il y a une relation positive entre les flux de trésorerie disponible et le volume d’investissement. Cette relation peut être justifiée par la présence des contraintes de financement causées par l’asymétrie d’information qui empêche les offreurs de financement d’être bien informés, ce qui rend les PME incapables d’attirer les fonds pour financer leurs investissements (Stiglitz et Weiss, 1981 ; Myers et Majluf, 1984 ; Deloof, 1998 ; Van Auken, 2001 ; Manigart, Baeyens et coll., 2003 ; Josée Saint-Pierre, 2008). Lorsque les flux de trésorerie disponibles sont épuisés, il y a donc un risque de sous-investissement. La cause tient au fait que les entrepreneurs ne préfèrent se financer que par les liquidités internes aux dépens des fonds externes afin de conserver le contrôle et le pouvoir (Leary et Roberts, 2010). La préférence

des fonds de financement internes a pour but d'éviter les coûts élevés du financement externe (Fazzari, Hubbard et coll., 1988). Par conséquent, les flux de trésorerie disponibles (le financement) sont un déterminant crucial des décisions d'investissement (Vogt, 1994). Selon Manigart, Baeyens et coll. (2003), la relation positive entre les flux de trésorerie générés à l'interne et les décisions d'investissement peut être aussi expliquée par la théorie des flux de trésorerie disponibles (Jensen, 1986). La théorie du flux de trésorerie disponible ou le *free cash flow* est défini selon Jensen (1986) comme les flux de trésorerie disponibles après financement de tous les projets qui ont une VAN positive avec un taux d'actualisation égal au coût du capital. Donc, si on est dans une situation de *free cash flow*, on peut dire qu'il y a des flux de trésorerie disponibles et en même temps qu'il y a absence d'opportunités d'investissement. Et en cas d'absence d'une situation de *free cash flow*, on peut dire qu'il y a absence de flux de trésorerie disponibles en raison de la présence de bonnes occasions d'investissement. Selon cette hypothèse, la présence de *free cash flow* peut inciter les propriétaires-dirigeants à investir davantage au lieu de distribuer les dividendes ou d'investir dans des projets qui ne créent pas de la valeur, mais qui satisfont leurs objectifs, ce qui conduit à une situation de surinvestissement (Jensen 1986).

Le profil des structures qui offrent du financement peut même influencer la nature des décisions d'investissement. Si la structure financière de la PME est composée des partenaires financiers qui sont averses au risque, le propriétaire-dirigeant s'oriente vers les investissements peu risqués. La dispersion de la structure financière peut inciter l'entrepreneur à investir dans des projets risqués puisque le risque sera partagé avec les autres partenaires financiers. Les bailleurs de fonds peuvent aussi imposer des exigences et des conditions de financement en fonction de la nature de l'investissement, de son degré de risque et de son volume.

En conclusion, les décisions de financement et les décisions d'investissement sont en interdépendance. Le choix de financement est un déterminant primordial de la nature et du volume des investissements. Dans la prochaine partie, nous nous concentrerons sur le financement des PME puisque les décisions et les choix financiers occupent une place fondamentale dans la sphère des PME.

2.2 – Financement des PME

Dans toutes les économies du monde, les PME occupent une place primordiale dans le tissu économique des pays. Elles sont considérées comme le moteur de la croissance et du développement économique de plusieurs pays. Et malgré cette importance, les PME rencontrent plusieurs obstacles les empêchant d'avoir un bon financement qui peut pousser leur développement et maintenir leur survie (Van Auken, 2001 ; Fathi et Gailly, 2003 ; Gregory, Rutherford et coll., 2005 ; Trabelsi, 2006; Josée Saint-Pierre, 2008). Compte tenu des spécificités des PME et de leur taille, le choix de financement demeure très important, car selon Van Auken et Neeley (1996) et Coleman (2000), les ressources de financement inadéquates sont les principales causes de l'échec et de la faillite des PME. Dans le même ordre d'idées, Josée Saint-Pierre (2008) prévoit que dans un contexte de PME dont l'accès au financement est restreint, les choix de la structure du capital demeurent cruciaux, car ces choix ont un effet sur la survie de l'entreprise. Dans ces entreprises qui sont dominées par les problèmes de financement, surtout dans celles qui sont jeunes (Terpstra et Olson 1993), la gestion financière en général ainsi que la sélection des sources de financement en particulier demeurent des tâches clés pour les entrepreneurs et les dirigeants des PME pour affronter la situation financière délicate de leurs firmes (Josée Saint-Pierre, 2008).

Souvent, les choix de la structure de capital sont expliqués dans le cadre des théories et des modèles proposés en la matière. Ces théories explicatives ne peuvent pas être

exhaustives et applicables sur tous les types d'entreprises, comme c'est le cas pour l'approche néoclassique de Modigliani et Miller (1958). Le modèle néoclassique suppose que l'objectif de l'entreprise est de maximiser le profit et que le marché est en situation pure et parfaite (Van Auken, 2001 ; Trabelsi, 2006). Le problème de ce modèle, selon Trabelsi (2006), c'est qu'il considère que toutes les entreprises sont homogènes et qu'il rend la forme et le fonctionnement des entreprises comme étant des variables neutres. Mais en réalité, ce cadre théorique ne peut pas être appliqué sur tous les types d'entreprise, et notamment les PME, car les entreprises ne sont pas homogènes. Pour cette raison, notre objectif dans cette partie est de présenter les théories et les modèles qui peuvent expliquer le comportement financier des PME et qui peuvent justifier les spécificités comportementales des entrepreneurs et des dirigeants dans le choix de la structure financière. C'est ce qui nous aide à comprendre comment ces firmes choisissent leurs modes de financement et leurs structures de capital. Dans cette partie, nous présenterons la théorie d'agence, la théorie de l'ordre hiérarchique, la théorie de l'entrepreneur et la théorie du cycle de la croissance financière.

2.2.1 – Les explications théoriques des choix de financement des PME

2.2.1.1 – La théorie de l'agence

La théorie d'agence considère l'entreprise comme un ensemble de contrats qui mettent en liaison différentes parties qui entretiennent une relation avec l'entreprise ou au sein de celle-ci et dont les intérêts peuvent être incompatibles, et elle prévoit comment les intérêts de ces parties sont conservés dans un contexte de conflit d'intérêts (Josée Saint-Pierre, 2008). Cette théorie expose le phénomène du conflit d'intérêts et celui de la délicatesse des relations entre les agents (Jensen et Meckling, 1976).

Une relation d'agence est définie par Jensen et Meckling (1976) comme étant « un contrat par lequel une ou plusieurs personnes (le principal) engage une autre personne (l'agent) pour exécuter en son nom une tâche quelconque qui implique une délégation d'un certain pouvoir de décision à l'agent » (tirée de Trabelsi, 2006). Donc, l'idée est de montrer l'existence d'un problème entre d'une part une personne qui contrôle l'entreprise (l'agent) et d'autre part une personne qui apporte les ressources financières (le principal) (Carlton et Perloff, 2008 ; Josée Saint-Pierre, 2008). La cause principale des conflits d'intérêts entre l'agent et le principal, c'est que chaque partie cherche à améliorer sa fonction d'utilité personnelle et à maximiser son propre intérêt (Ross, 1977 ; tiré de Josée Saint-Pierre, 2008).

La théorie d'agence, selon plusieurs auteurs, peut expliquer et justifier le comportement financier des entrepreneurs au sein des PME. Colot et Michel (1996) considèrent que la théorie d'agence est la seule théorie qui peut s'appliquer sur les PME et qui peut justifier et expliquer les choix financiers de la structure du capital et le comportement financier des PME.

Dans une PME, le propriétaire-dirigeant représente l'agent tandis que l'actionnaire représente le principal. Selon Josée Saint-Pierre (2008), cette relation d'agence et ces divergences d'intérêts peuvent créer plusieurs problèmes qui sont principalement le problème d'asymétrie d'information, le risque moral et l'antisélection.

2.2.1.3.1 – Les problèmes découlant d'une relation d'agence

2.2.1.3.1.1 – L'asymétrie d'information

Les PME font souvent face à des ressources financières limitées et à une offre de financement restreinte par rapport aux grandes entreprises. Cet accès confiné aux sources de financement n'est pas seulement lié à la taille de l'entreprise, mais plutôt,

et surtout au problème de l'asymétrie d'information (Gibson, 1992 ; Ennew et Binks, 1993 ; Van Auken, 2001 ; Fathi et Gailly, 2003). L'asymétrie d'information est le fait que l'agent détient des informations financières et non financières auxquelles le principal n'a pas d'accès, ce qui est le cas dans la plupart des PME (Josée Saint-Pierre, 2008). Ce problème a plusieurs impacts négatifs sur les PME (Petty et Bygrave, 1993). Les entreprises les plus opaques informationnellement ne permettent pas aux investisseurs et aux créanciers de bien juger la bonne ou la mauvaise santé de l'entreprise, ce qui engendre des coûts de financement élevés (Berger et Udell, 1998). Dans le cas de la non-disponibilité d'informations chez le principal, ce dernier exigera des taux de retour élevés sur son investissement pour qu'il puisse combler le risque causé par la non-transparence informationnelle (Gregory, Rutherford et coll., 2005).

La cause de l'accentuation de ce problème dans les PME tient au manque d'outils nécessaires pour la production d'une information financière fidèle et réelle en raison de la communication informelle au sein des PME, mais aussi des coûts élevés liés aux moyens essentiels pour produire une information financière fiable (Pettit et Singer, 1985 ; Lachmann et Rudloff, 1996). L'asymétrie d'information, selon d'autres auteurs, peut être justifiée par des raisons de concurrence, comme c'est le cas pour les entreprises à vocation technologique qui suivent une stratégie de confidentialité pour protéger les droits de propriété des inventions et des découvertes (Fathi et Gailly, 2003), et pour des raisons fiscales.

L'asymétrie d'information des PME peut aussi être expliquée par la nature du pouvoir du propriétaire-dirigeant au sein de ces organisations. L'entrepreneur est considéré comme l'homme-orchestre dans les PME où il a un pouvoir quasi absolu (Ang, 2000 ; Josée Saint-Pierre, 2008). Il s'agit en effet d'une mixture entre le pouvoir financier et le pouvoir managérial (Ang, 2000). Ce comportement influence fortement le traitement et la diffusion de l'information.

Par conséquent, cette asymétrie d'information va imposer des coûts d'agence sur les PME afin que le principal puisse protéger sa richesse et sa maximisation face à un agent qui travaille à maximiser sa fonction d'utilité.

2.2.1.3.1.2 – Le risque moral

Puisque le principal n'a aucune connaissance du comportement de l'agent à l'avance, une situation de risque moral peut être réalisée (Binks, Ennew et coll., 1992). Le risque moral est une situation où l'agent utilise les ressources privées de l'entreprise à des objectifs différents de ceux tracés à l'avance au détriment des actionnaires et des créanciers (le principal) (Josée Saint-Pierre, 2008). Le risque moral peut être une situation où l'agent emploie les ressources de l'entreprise à des utilisations et objectifs personnels ou, dans le cas de l'utilisation des ressources de l'entreprise, de façon inefficace puisqu'il jouit d'une certaine liberté de gouvernance et d'un pouvoir de contrôle au sein de l'entreprise (Janssen et Wtterwulghé, 1998 ; tiré de Josée Saint-Pierre, 2008). Selon Pettit et Singer (1985), le risque moral est plus accentué dans les PME, en plus d'être difficile à évaluer. Cela peut être dû à l'asymétrie d'information chez les PME, laquelle empêche le principal d'évaluer l'entreprise financièrement et sur le plan managérial. Le risque moral est considéré comme un danger pour le principal ; ce dernier utilise des clauses restrictives dans les contrats avec l'agent pour réduire ce risque et pour conserver sa richesse et son intérêt face au comportement de l'agent (Josée Saint-Pierre, 2008). À ce propos, Stiglitz et Weiss (1981) prévoient aussi que les relations à long terme peuvent diminuer les effets du risque moral de l'agent, lequel est l'emprunteur.

2.2.1.3.1.3 – L’antisélection

L’antisélection (ou la sélection adverse) est une situation où le principal ne peut pas juger et mesurer les habiletés techniques et managériales de l’agent qui a le contrôle (Josée Saint-Pierre, 2008). La sélection adverse est donc une conséquence de l’asymétrie d’information, ce qui rend difficile d’évaluer *ex ante* les compétences techniques et de gestion des dirigeants (Binks, Ennew et coll., 1992). Dans un tel contexte d’antisélection, le principal ne peut juger ni déterminer le meilleur agent qui contrôlera ses ressources. Dans ce cas, le principal est face au risque de l’investissement dans une entreprise où les ressources peuvent être utilisées d’une façon non optimale et inefficace ; au lieu d’investir dans une entreprise saine, prometteuse et où les ressources sont utilisées de façon optimale. Il peut fournir des ressources à des agents non compétents au lieu d’investir dans des PME où les dirigeants sont aptes et capables d’augmenter la valeur marchande d’investissement (Psillaki, 1995 ; tiré de Josée Saint-Pierre, 2008).

On peut dire finalement que les relations d’agence conduisent à d’autres problèmes comme l’asymétrie d’information, la sélection adverse et le risque moral. Tous ces problèmes feront par conséquent augmenter les coûts du financement, ce qui approfondit davantage les problèmes de financement chez les PME (Binks, Ennew et coll., 1992).

Comme nous l’avons affirmé précédemment, la théorie d’agence est une théorie qui peut expliquer la structure financière des PME. Par conséquent, choisir entre le financement par dette ou le financement par ouverture du capital est une décision qui ne peut être prise qu’après calcul et comparaison entre les coûts d’agence actionnaires-dirigeants et les coûts d’agence créanciers-dirigeants (Trabelsi, 2006).

2.2.1.3.2 – La relation d’agence entre le dirigeant et l’actionnaire

L’ouverture du capital et l’entrée de nouveaux actionnaires au sein du capital de l’entreprise sont considérées comme une source de conflits entre l’agent qui est le propriétaire-dirigeant et le principal qui est l’actionnaire. En se référant à Jensen et Meckling (1976), Trabelsi (2006) considère que le conflit est entre les *insiders* qui sont les actionnaires internes et les dirigeants d’une part, et les *outsiders* qui sont les actionnaires externes d’autre part. Ces conflits d’agence sont davantage accentués dans les PME qui ont une structure de propriété concentrée, car les *insiders* considèrent que l’ouverture du capital peut menacer leur pouvoir et diminuer leur contrôle au sein de l’entreprise (Trabelsi, 2006 ; Wu, Hedges et coll., 2007). Généralement, les actionnaires externes cherchent toujours à maximiser leurs richesses et à augmenter les valeurs de revente de leurs actions, tandis que les propriétaires-dirigeants des PME n’ont pas toujours des objectifs financiers, ce qui peut créer des conflits d’agence. Par exemple, le propriétaire-dirigeant peut investir dans des projets à VAN négative afin de diminuer les montants à distribuer comme des dividendes pour les actionnaires, ce qui augmente le risque de ces derniers suite à une politique de surinvestissement (Josée Saint-Pierre, 2008). Dans le même ordre d’idées, les dirigeants peuvent augmenter les dépenses discrétionnaires afin de réduire aussi la somme des dividendes à distribuer, ce qui crée un risque de sous-investissement puisque l’augmentation de ces dépenses peut réduire la capacité des PME d’investir potentiellement dans les projets rentables (Trabelsi, 2006). Les actionnaires peuvent aussi créer des problèmes d’agence puisque les décisions d’investissement des dirigeants peuvent être ancrées par les préférences et les exigences des bailleurs de fonds. Dans un tel cas, le principal freine la réalisation des projets les plus risqués malgré que ces derniers affichent une VAN positive, ce qui conduit l’entreprise à une situation de sous-investissement (Josée Saint-Pierre, 2008).

Une situation de *free cash flow* peut accentuer les problèmes d'agence au sein de l'entreprise (Jensen, 1986 ; Manigart, Baeyens et coll., 2003). Le *free cash flow*, ou flux de trésorerie disponibles, est défini comme la somme de la liquidité disponible en excès après le financement et l'investissement dans tous les projets à VAN positive (projets rentables), laquelle est, selon Trabelsi (2006), « actualisée au coût du capital » (Jensen, 1986). Dans une telle situation de *free cash flow*, les dirigeants peuvent exploiter cet excédent de liquidité pour leurs propres intérêts au dépens de l'intérêt du principal qui est le fournisseur des fonds, ce qui peut engendrer une destruction de la valeur de l'entreprise (Jensen, 1986 ; Berger et Ofek, 1995 ; Brealey et Myers, 2000 ; Lamont et Polk, 2002 ; Manigart, Baeyens et coll., 2003 ; Trabelsi, 2006). Dans ce contexte, les actionnaires préfèrent bénéficier du *free cash flow* par la distribution de la somme sous forme de dividendes ou par l'investissement dans des projets rentables, alors que les dirigeants, qui ont le contrôle, préfèrent exploiter ces flux de trésorerie disponibles pour intensifier leurs utilités, ce qui peut créer un risque de comportement non optimal de l'agent ou un comportement opportuniste qui augmente le risque du principal (Shleifer et Vishny, 1996 ; Poulain-Rhem, 2006 ; Fakhfakh et Nekhili, 2009).

En effet, tous ces problèmes conduisent aux conflits d'agence. Mais la réduction de ces conflits n'est pas gratuite ; bien au contraire, elle engendre des coûts d'agence élevés, surtout pour les PME aux ressources limitées. Ces coûts d'agence peuvent être des coûts liés à la surveillance, aux frais de contrôle, aux coûts liés à la stratégie de rémunération incitative et aux coûts d'opportunités (Jensen et Meckling, 1976 ; Josée Saint-Pierre, 2008).

On peut finalement constater que le financement par ouverture du capital engendre des coûts d'agence élevés, surtout dans le contexte des PME où les conflits d'intérêts sont plus accentués entre les *insiders* et les *outsiders*. Pour cette raison, le financement par dette bancaire peut être une solution de financement plus adaptée

pour les PME et plus efficace en termes de relation entrepreneur/créancier que le financement auprès des marchés financiers (Harris et Raviv, 1990).

2.2.1.3.3 – La relation d’agence entre le dirigeant et le créancier

Pour résoudre les problèmes d’agence entre le dirigeant et l’actionnaire, et afin de minimiser les coûts d’agence, la dette financière peut être la solution (Holmes et Kent, 1991). Charreaux (1985) stipule que les PME sont orientées davantage vers le financement par des fonds empruntés en dépit des capitaux propres. Le financement par les dettes diminue le montant des fonds désœuvrés qui sont à la disposition et sous le contrôle des dirigeants, et il réduit les coûts d’agence des capitaux propres (Jensen, 1986).

Malgré que le financement par dette soit considéré comme une solution pour réduire les coûts d’agence découlant de la relation entre dirigeant et actionnaire, il peut engendrer en contrepartie d’autres coûts d’agence découlant de la relation entre dirigeant et créancier (Ang, 2000). La présence de fournisseurs financiers (créanciers) a pour résultat d’augmenter la surveillance et le contrôle, ce qui fait supporter à l’entreprise des coûts plus ou moins élevés (Petersen et Rajan, 1994).

Les problèmes d’agence entre le dirigeant et le créancier peuvent être le résultat d’un comportement non optimal de l’agent qui peut ne pas investir dans des projets rentables, ce qui conduit au risque de sous-investissement et, par extension, à la non-maximisation de la valeur de l’entreprise (Myers, 1977). L’investissement dans des projets plus risqués que d’autres projets financés par dette avec l’accord de la banque peut créer un conflit d’agence entre le dirigeant et le créancier (Trabelsi, 2006).

En conclusion, le financement par dette peut être une solution pour réduire les coûts d’agence du financement par capitaux propres. Mais malgré cette situation,

l'endettement peut être une source de financement coûteuse, surtout avec la présence de frais de contrôle et de surveillance suite aux conflits d'agence entre le dirigeant et le créancier.

2.2.1.3.4 – Réduction des conflits d'agence

La délégation du pouvoir et du contrôle des dirigeants engendre des coûts pour les propriétaires. Les coûts d'agence supportés par les PME semblent pénibles et très lourds pour des entreprises qui souffrent déjà de problèmes financiers. Pour cette raison, la réduction des conflits d'agence semble une mission très importante pour les PME en vue d'alléger ces coûts d'agence. L'instauration d'un système de surveillance (*monitoring system*) peut être un moyen pour améliorer l'accès à l'information des actionnaires ou créanciers, ce qui leur permet d'éclairer et de contrôler les décisions prises par les dirigeants et de suivre la qualité d'utilisation des ressources allouées (Josée Saint-Pierre, 2008). La surveillance peut être concrétisée par de multiples moyens comme l'exigence de l'intensification de la production des rapports financiers, des réunions du conseil d'administration, ainsi que le contrôle et le suivi au sein de l'entreprise (Trabelsi, 2006 ; Josée Saint-Pierre, 2008). Josée Saint-Pierre (2008) stipule que la rédaction des contrats qui mettent en interdépendance les intérêts de l'agent et du principal peut être un moyen de minimiser les coûts d'agence. Cette mesure de réduction des conflits et des coûts d'agence est appelée la limitation (*bonding*). La rémunération liée aux résultats financiers (ou ce qu'on appelle la rémunération incitative) est un bon exemple de limitation. Les limites et les restrictions de l'utilisation des ressources de l'entreprise peuvent être aussi des mesures pour réduire les coûts d'agence (Jensen et Meckling, 1976 ; Josée Saint-Pierre, 2008). L'utilisation des clauses restrictives dans les contrats de prêts sert à limiter le pouvoir des dirigeants et à réduire le risque qui peut être généré suite à une utilisation non optimale de la dette de la part de l'agent (Smith et Warner, 1979). Les banques peuvent exiger des garanties personnelles de

l'entrepreneur lors de la conclusion d'un contrat de prêt (Barnea, Haugen et coll., 1981). Ces types de contrats sont des techniques employées pour éviter les conflits d'agence.

On remarque que la plupart des mesures et des systèmes qui servent à minimiser les problèmes d'agence sont basés sur l'amélioration de la qualité informationnelle. Cela nous conduit à affirmer que la réduction de l'asymétrie d'information chez les PME est un moyen primordial et essentiel dans le processus de réduction des conflits entre l'agent et le principal. Une stratégie de signal peut être un chemin pour réduire le déséquilibre informationnel par l'émission des indicateurs aux *outsiders* pour signaler les capacités financières de l'entreprise (Ross, 1977 ; Harris et Raviv, 1991 ; tiré de Josée Saint-Pierre, 2008). À titre d'exemple, le montant des dividendes peut être considéré comme un signal sur la liquidité excédentaire des entreprises (Jensen, Solberg et coll., 1992). L'émission de dettes et les rachats d'actions sont aussi des signaux positifs pour les investisseurs (Josée Saint-Pierre, 2008).

Malgré l'importance de ces solutions dans la réduction des conflits d'agence en général et des coûts d'agence en particulier, ces mesures ne sont pas gratuites pour les PME qui devront supporter ces frais, dépendamment de la qualité de la relation d'agence.

En tenant compte de la nature humaine foncièrement opportuniste, et dans un contexte où chaque acteur économique cherche à maximiser son intérêt, la théorie d'agence semble très importante dans l'explication des choix et des comportements financiers des PME. Souvent, des auteurs comme Norton (1991) expliquent que les coûts d'agence ne permettent pas d'expliquer la structure financière des PME. Mais c'est uniquement la théorie de l'ordre hiérarchique qui peut expliquer et justifier la structure de capital des PME.

2.2.1.2 – La théorie de l'ordre hiérarchique (*Pecking Order Theory*)

Dans un contexte de financement des entreprises, la théorie de l'ordre hiérarchique du financement (en anglais : *Pecking Order Theory*) est considérée comme une théorie appropriée pour expliquer le comportement financier des entreprises en général et des PME plus particulièrement (Holmes et Kent, 1991 ; Norton, 1991 ; Cassar et Holmes, 2003 ; Fathi et Gailly, 2003). La *Pecking Order Theory* (POT) a été établie par Myers et Majluf (1984) afin de présenter une explication au choix et au comportement financiers de l'entreprise. Cette théorie préconise un ordre et une hiérarchie dans le choix des sources de financement de l'entreprise. En d'autres termes, il existe des priorités lors de la sélection des sources de financement de l'entreprise (Myers et Majluf, 1984). Selon la POT, les entreprises privilégient par ordre prioritaire l'autofinancement en premier lieu, les dettes peu risquées en second lieu, les dettes plus ou moins risquées en troisième lieu, et finalement le financement par émission d'actions (Vernimmen, 2011).

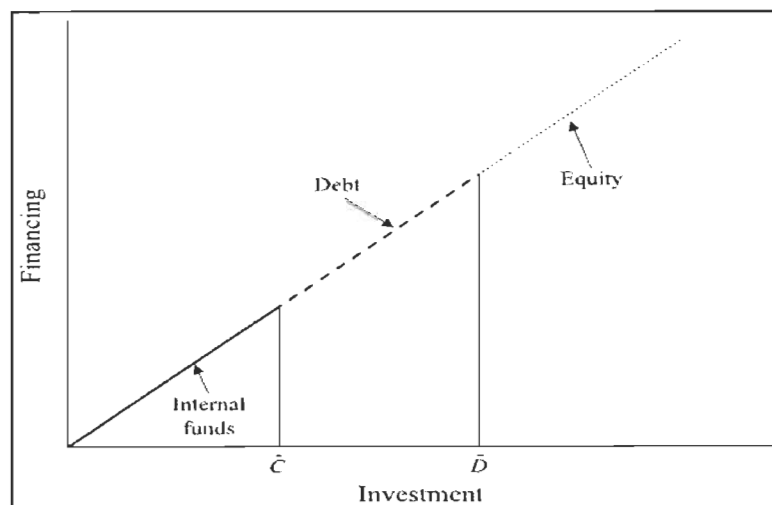


Figure 2.1 – La théorie de l'ordre hiérarchique de financement (Leary et Roberts, 2010, p. 334)

La *Figure 2.1* ci-dessus montre la relation entre le choix de financement et le volume d'investissement selon le modèle de la POT (Leary et Roberts, 2010). Selon ces auteurs, le point C désigne la somme des capitaux internes disponibles pour l'investissement. La différence entre D et C, selon les mêmes auteurs, représente la somme de la dette que l'entreprise peut acquérir pour investir sans risque de tomber dans une situation d'endettement excédentaire. L'interprétation de la POT qu'en fait Josée Saint-Pierre (2008) correspond à la même logique de la *Figure 2.1*. En analysant la POT, Josée Saint-Pierre (2008) affirme que les entreprises privilégient l'autofinancement. Si les fonds internes semblent insuffisants, les firmes vont recourir au financement externe par dettes, puis par obligations convertibles, et en dernier lieu par émission d'actions (Josée Saint-Pierre, 2008). Par conséquent, les PME préfèrent le financement par les fonds internes et n'ont recours aux sources externes qu'en cas d'insuffisance et d'obligation, ainsi que pour éviter une situation de sous investissement (Gregory, Rutherford et coll., 2005 ; Trabelsi, 2006).

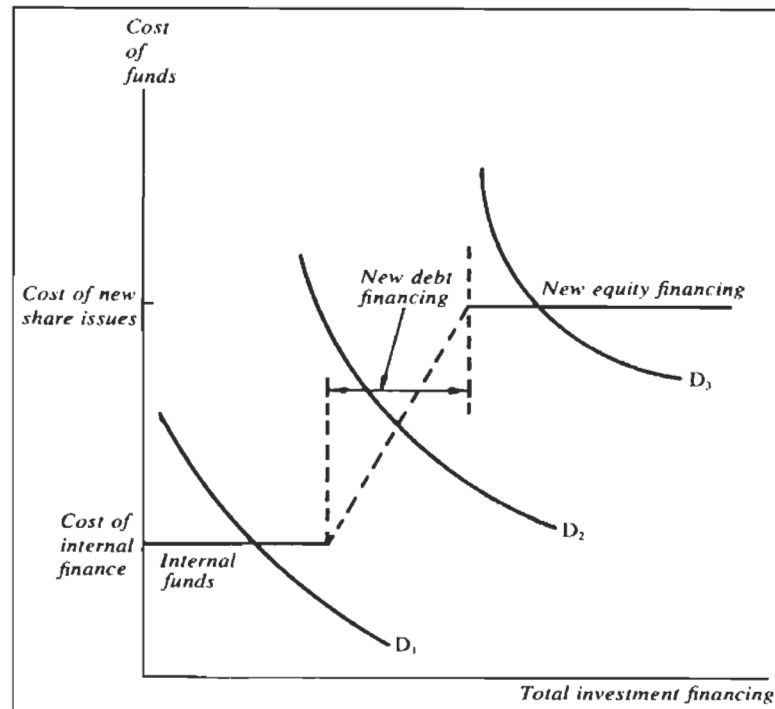


Figure 2.2 – L'investissement et les décisions de financement (Fazzari, Hubbard et coll., 1988, p. 156)

Tirée de Fazzari, Hubbard et coll. (1988), la *Figure 2.2* ci-dessus montre aussi la hiérarchie de financement. Selon les auteurs, lorsque la demande d'investissement est faible (représentée par D_1), les dépenses d'investissement sont financées par les fonds internes. Dans le cas où la demande d'investissement est élevée (représentée par D_3), les dépenses d'investissement sont financées par les fonds externes. Dans ladite figure, le montant de l'investissement ainsi que le coût de financement sont identifiés par l'intersection des courbes de la demande d'investissement (D_1 , D_2 et D_3) avec la courbe de l'offre de financement (autofinancement, dette, émission d'actions) (Fazzari, Hubbard et coll. 1988). On y remarque aussi que les coûts de financement externe sont plus élevés que ceux de financement interne. Cela peut expliquer la préférence des entrepreneurs à l'autofinancement et aux capitaux internes en dépit du recours aux bailleurs de fonds externes.

Cet ordre hiérarchique peut être expliqué aussi par la volonté des entrepreneurs de PME de conserver l'autonomie, de garder le contrôle et la gouvernance (Holmes et Kent, 1991). Cet ordre de financement prioritaire peut être justifié par l'existence de l'asymétrie d'information qui est un problème accentué chez les PME, lequel problème résulte d'une sous-évaluation de l'entreprise (Trabelsi, 2006). Cette sous-évaluation engendre une augmentation des coûts de financement externe et, par conséquent, l'entrepreneur favorisera les sources internes de financement qui sont moins coûteuses aux sources externes qui sont plus coûteuses.

2.2.1.3 – La théorie de l'entrepreneur

L'entrepreneur, en tant qu'homme-orchestre au sein d'une PME, exerce un rôle crucial dans la détermination de la structure financière (Barton et Matthews, 1989 ; Norton, 1991). L'entrepreneur d'une PME se comporte alors autrement que les dirigeants des grandes entreprises et tente d'atteindre des objectifs différents. Dans les grandes firmes, les objectifs convergent souvent vers la maximisation de la richesse des actionnaires et l'augmentation de la valeur de l'entreprise, tandis que les entrepreneurs de PME visent à atteindre des objectifs aux velléités financières et d'autres de nature non financière comme contrepartie (ou récompense) à leur apport financier et humain (Josée Saint-Pierre, 2008). Le rôle dominant du propriétaire-dirigeant dans la PME a rendu cette dernière comme un prolongement de son fondateur. En tenant compte de cette place principale dans une PME, l'étude de la personnalité et des motivations de l'entrepreneur semble essentielle pour expliquer les choix financiers des PME, lesquels choix sont régis par les caractéristiques et les objectifs de l'entrepreneur.

2.2.1.3.1 – Les motivations et les objectifs de l'entrepreneur

Souvent, les dirigeants de grandes entreprises cherchent à maximiser la richesse des actionnaires. Cette situation diffère significativement des objectifs des dirigeants de PME qui ont plutôt des objectifs plus complexes que la seule maximisation de la richesse (Josée Saint-Pierre, 2008). Dans la sphère des PME, les motivations des fondateurs-dirigeants sont nombreuses et variées. Leurs motivations ne se limitent pas à l'amélioration du rendement financier, mais plutôt à l'atteinte d'objectifs comme l'autonomie, l'indépendance, la satisfaction et le contrôle (Monroy et Folger, 1993 ; Janssen et Wtterwulghé, 1998) (tiré de Josée Saint-Pierre, 2008). Ainsi, le modèle de maximisation des richesses ne peut pas être applicable dans les PME où leurs fondateurs visent des objectifs financiers ainsi que des objectifs personnels non financiers (Barton et Matthews, 1989). Dans une PME, l'entrepreneur cherche souvent à améliorer la rentabilité et à maximiser le profit. Cette perspective est expliquée par la volonté du dirigeant d'augmenter la capacité d'autofinancement pour ne pas se trouver dans une situation de recours aux sources de financement externes pour financer un nouveau projet. Mais cet objectif financier en cache un autre : la conservation du contrôle, puisque le recours au financement externe diminue son pouvoir de contrôle et de décision au sein de l'entreprise. L'objectif d'indépendance et d'autonomie incite aussi l'entrepreneur à ne pas recourir aux bailleurs de fonds externes et ce, afin ne pas limiter son indépendance et sa liberté décisionnelle (deux éléments essentiels pour la structure du capital). Par conséquent, ce choix managérial affecte la structure financière (Barton et Matthews, 1989).

2.2.1.3.2 – Les caractéristiques personnelles de l'entrepreneur

Le rôle central de l'entrepreneur dans les PME donne une grande importance à l'étude des caractéristiques personnelles et du profil entrepreneurial du propriétaire-dirigeant. L'importance provient du fait que les décisions de toute personne sont

ancrées par son profil personnel. Du coup, les caractéristiques de l'entrepreneur peuvent expliquer son comportement financier et ses choix vis-à-vis de la structure du capital. Josée Saint-Pierre (2008) prévoit que des particularités comme l'âge, l'expérience et la formation scolaire peuvent influencer sur le comportement et le choix financier des PME. À titre d'exemple, les entrepreneurs les plus averses au risque préfèrent le financement interne aux dépens du financement externe puisque le propriétaire-dirigeant doit parfois garantir personnellement l'endettement externe de la PME, ce qui augmente son risque (Barton et Matthews, 1989 ; tiré de Josée Saint-Pierre, 2008).

Le degré d'aversion au risque est donc un élément prédominant dans le processus du choix de financement des PME. À travers l'expérience, l'entrepreneur peut acquérir une familiarité avec les différentes sources de financement, ce qui pourrait élargir ses connaissances et ses chances d'obtenir un financement correspondant avec la situation de sa PME (Van Auken, 2001). La scolarité des entrepreneurs permet d'acquérir plus de connaissances et plus d'informations concernant les alternatives de financement, ce qui améliore leurs habiletés et leurs capacités à choisir l'alternative la moins coûteuse et la moins risquée. En conclusion, le profil entrepreneurial du propriétaire-dirigeant est déterminant dans le choix de la structure du capital de la PME.

2.2.1.4 – La *Théorie du cycle de la croissance financière*

Plusieurs chercheurs se sont intéressés aux caractéristiques spécifiques des PME qui assistent aux décisions financières en général et aux choix de la structure du capital en particulier (Gregory, Rutherford et coll., 2005). Parmi ces chercheurs figurent Berger et Udell (1998) qui ont conçu la *Théorie du cycle de la croissance financière* (en anglais : *Financial Growth Cycle Model*) représentée par la figue 3 ci-dessous.

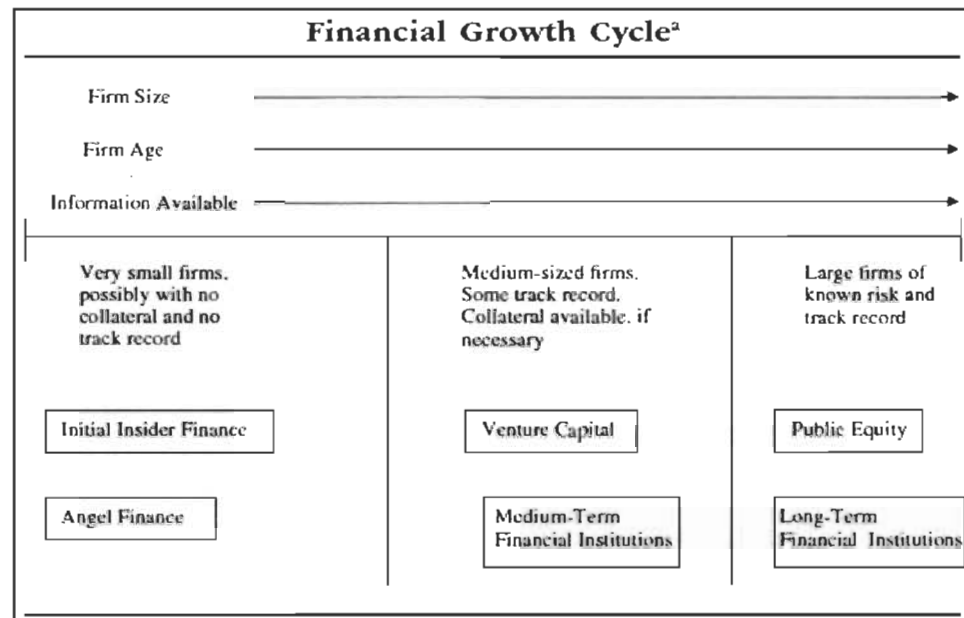


Figure 2.3 – Le *Modèle du cycle de la croissance financière* de Berger et Udell (1998) (tirée de Gregory, Rutherford et coll., 2005, p. 384)

Selon cette théorie, la structure financière est fonction de trois principales variables : la taille de l'entreprise, son âge et la disponibilité de l'information. Selon Berger et Udell (1998), le choix de financement et la structure de capital se développent selon l'évolution informationnelle et expérimentale de l'entreprise.

La *Figure 2.3* ci-dessus, qui représente le *Modèle du cycle de la croissance financière*, montre que les petites et jeunes entreprises informationnellement opaques se financeront par des sources internes et par les capitaux des *anges* provenant des parties proches de l'entreprise étant donné que l'entrepreneur aspire essentiellement à l'indépendance et au contrôle. Selon Berger et Udell (1998), le recours à ces types de financement est causé par l'asymétrie d'information qui empêche les investisseurs de faire la distinction entre les bons et les mauvais projets. Ce modèle prévoit aussi que les moyennes entreprises, moins jeunes et moins opaques que les petites et jeunes entreprises, une fois rendues à un stade intermédiaire de développement, choisiront le financement par capital de risque et par les institutions financières sur la base de

contrats à moyen terme. Au stade avancé du cycle de vie de l'entreprise, le financement à long terme provenant du financement public peut être présent dans la structure du capital des entreprises (Berger et Udell, 1998 ; Josée Saint-Pierre, 2008). Cela nous conduit à en déduire que l'entreprise subit des changements dans son comportement financier et dans ses choix de structure de capital selon les stades de développement et le cycle de vie (Gregory, Rutherford et coll., 2005 ; Josée Saint-Pierre, 2008).

En conclusion, l'objectif de cette partie est de présenter les théories explicatives des comportements financiers des PME et du choix de la structure du capital tout en tenant compte de la réalité et des spécificités financières des PME. La présentation de ces théories, qui ont remis en cause le modèle de Modigliani et Miller (1958), a montré la préférence des entrepreneurs à se financer par dettes plutôt que par un financement public en tenant compte des coûts d'agence et du comportement opportuniste des agents économiques qui résultent des conflits d'agence (*Théorie de l'agence*). On a aussi vu l'existence d'une préférence financière et d'un ordre prioritaire dans le choix de financement dans la mesure où les entrepreneurs privilégient les sources internes en dépit des sources externes de financement (*Théorie de l'ordre hiérarchique*). Les objectifs financiers et non financiers de l'entrepreneur, ainsi que son profil entrepreneurial et personnel peuvent être déterminants dans le choix de la structure du capital de la PME (*Théorie de l'entrepreneur*). La théorie de Berger et Udell (1998) stipulent que le cycle de vie, l'âge, l'expérience et la transparence informationnelle peuvent aussi justifier le comportement financier des PME (*Théorie du cycle de la croissance financière*).

L'analyse de ces théories confirme que l'asymétrie d'information a un impact crucial sur la structure du capital. On notera aussi que la revue de la littérature révèle des phénomènes qui ont une influence sur le choix de la structure financière, par exemple l'effet fiscal, les coûts de faillite, le secteur d'activités, etc.

2.2.2 – Les principales sources du financement des PME

La création d'une entreprise ou tout autre investissement nécessite un financement adéquat qui couvre les coûts de création d'une entreprise ou la menée d'un tel projet. Dans cette partie, nous présenterons brièvement les différentes sources de financement des PME. Souvent, ces sources sont classées ainsi :

- Sources de financement formelles et informelles.
- Financement interne et financement externe.
- Financement par dettes et financement par capitaux propres.

Dans ce travail, nous adoptons la dernière source énumérée, c'est-à-dire le financement par dettes et le financement par capitaux propres.

2.2.2.1 – Le financement par capitaux propres

Le financement par capitaux ou fonds propres peut provenir de différentes sources. L'autofinancement est une source de financement par fonds propres. Il est considéré comme la première source privilégiée par les propriétaires-dirigeants des PME (Hamilton et Fox, 1998 ; Van Auken, 2001 ; Josée Saint-Pierre, 2008). La préférence des entrepreneurs envers ce type de financement est expliquée par les coûts faibles et par la volonté de conservation du contrôle et de la gouvernance. Le capital amical, provenant des amis, de la famille et des proches de l'entrepreneur, est une autre source de financement utilisée, surtout lors du démarrage d'entreprise. Le capital de risque informel est une autre source de financement par fonds propres. Ces capitaux sont fournis par des investisseurs qui n'obligent pas souvent l'entrepreneur à garantir matériellement leurs contributions financières (Josée Saint-Pierre, 2008). Le capital de risque formel fourni par des sociétés et des personnes morales finance l'entreprise

sous forme de participations dans les fonds propres de la PME. Ce type de financement n'exige pas de garantie matérielle ; en contrepartie, l'implication de ces sociétés et personnes morales dans le profit est plus grande qu'avec le capital de risque informel (Landström, 1993). Toutefois, les dirigeants s'adressent au financement public par la voie de l'appel public à l'épargne que l'on trouve surtout dans des stades de vie avancés de la PME (Josée Saint-Pierre, 2008). Josée Saint-Pierre (2008) énonce qu'il existe d'autres sources de financement par capitaux propres, par exemple : les partenariats et « les programmes d'intéressement pour les employés ».

2.2.2.2 – Le financement par dettes

Le financement par dettes est une forme de financement qui met un créancier en relation avec l'entrepreneur qui est s'engage à rembourser le montant endetté et les intérêts dans une date prévue. Les sources de financement par dettes sont principalement le financement bancaire (emprunt), le crédit fournisseur et le capital de risque (Josée Saint-Pierre, 2008). Le crédit-bail et les prêts, ainsi que les subventions gouvernementales sont aussi des sources de financement pour la PME.

On remarque que le financement par capital de risque intervient au niveau des dettes et au niveau des capitaux propres. Au niveau des dettes, les SCR investissent dans les PME sous forme de dettes participantes, convertibles et subordonnées (Josée Saint-Pierre, 2008). Le capital de risque est une source principale de financement au sein des PME. Les bailleurs de ce type de fonds hybride n'exigent pas de garanties matérielles et en même temps, ils apportent une valeur ajoutée pour l'entreprise qui peut bénéficier de l'expérience des SCR et de leurs réseaux sociaux. Dans ce travail, nous nous intéresserons plus au financement par capital de risque que nous présenterons dans la prochaine section.

2.3 – L’impact du financement par le capital de risque sur les entreprises

Le capital de risque est une forme de financement à laquelle sont très attachées les PME. Ce type de financement hybride est offert par des investisseurs qui interviennent dans les PME durant une période de 3 à 7 ans (Saint-Pierre, 2004) avant de choisir une voie de sortie qui assure un rendement souhaitable par ces investisseurs. Durant cette période d’intervention dans les PME, l’implication de ces bailleurs de fonds ne se limite pas à l’apport financier. Au-delà de cette implication financière, les PME peuvent toutefois bénéficier de l’expérience, du réseau d’affaires des capital-risqueurs. Dans cette partie, nous ferons la lumière sur cette source de financement qui joue un rôle significatif au sein de la PME.

Comme énoncé dans la définition du capital de risque, les offreurs de capital de risque ne se comportent pas en bailleurs de fonds traditionnels, mais plutôt comme des partenaires de l’entreprise (Bertonèche et Vickery, 1987). Le financement par capital de risque peut influencer considérablement sur l’entreprise financée, pouvant même dépasser la contribution financière vers une contribution non financière (MacMillan, Kulow et coll., 1989 ; Rosenstein, Bruno et coll., 1993 ; Manigart, Baeyens et coll., 2003 ; Saint-Pierre, Mathieu et coll., 2003). Selon Nomo (2008), les entreprises financées par des SCR connaissent une amélioration de leurs ratios financiers. Notamment, ils connaissent une variation positive dans le chiffre d’affaires et une augmentation dans les investissements. Le financement par capital de risque pousse aussi les PME vers la croissance (Memba, Gakure et coll., 2012).

Dans un contexte de PME, la contribution du capital de risque a un important effet sur ces entreprises qui ont des spécificités particulières. Les PME peuvent bénéficier de l’expérience des SCR, de leur professionnalisme, de leurs réseaux d’affaires, des conseils des SCR (Bygrave 1987 ; Manigart, Baeyens et coll. 2003 ; Saint-Pierre, Mathieu et coll. 2003 ; Peneder 2010). Les PME peuvent ainsi combler plusieurs

lacunes (manque d'expérience, problèmes de financement, réseau de contacts limité, etc.) par le financement à travers le capital de risque. Selon l'étude de Peneder (2010) réalisée sur un échantillon d'entreprises australiennes, les firmes financées par capital de risque sont plus innovantes et plus performantes que celles qui ne sont pas financées par le capital de risque. Avec un bon processus de traitement des informations, les SCR peuvent éliminer graduellement le problème d'asymétrie d'information chez les PME. Avec la surveillance accrue des SCR, ces dernières peuvent détecter les mauvaises décisions prises par les dirigeants comme le problème de surinvestissement qui sert à investir dans des projets à une valeur actuelle nette négative (Manigart, Baeyens et coll., 2003). Aussi, la présence des SCR dans les entreprises réduit le problème de sous-investissement grâce à la surveillance accrue et au système de traitement des informations. À cet égard, les SCR représentent un avantage informationnel par rapport aux bailleurs de fonds traditionnels tiers à l'entreprise, et par conséquent, elles peuvent investir dans les projets rejetés par les autres investisseurs mal informés en raison, entre autres, du problème d'asymétrie d'information des PME. Ainsi, pouvons-nous déduire que les SCR interviennent efficacement à la réduction de l'asymétrie d'information dans les PME par l'obtention d'informations pré et post-investissement (Rajan, 1992 ; Reid, 1996), réduisant par là même les problèmes de sur et de sous-investissement (Manigart, Baeyens et coll., 2003).

L'influence positive du capital de risque sur les entreprises bénéficiant du financement des SCR peut être aisément expliquée. Cette performance positive des entreprises ne doit pas uniquement être interprétée par le fait qu'elles sont financées par les SCR (Saint-Pierre, Mathieu et coll., 2003). Mais plutôt par la procédure de choix sélectif particulièrement sévère effectuée par les SCR des entreprises réclamant le financement par capital de risque (Saint-Pierre, Mathieu et coll., 2003). Dans la même veine, Bertoneche et Vickery (1987) annoncent que les SCR n'investissent que « dans 1 à 5 % des projets reçus ». On peut donc en conclure que l'impact positif de

la présence du capital de risque dans l'entreprise est dû aux critères sélectifs des SCR procédant à des analyses approfondies et des études précises qui ont été menées avant l'accord définitif du financement.

2.4 – Le cadre conceptuel

2.4.1 – Objectif de la recherche

L'objectif de ce travail consiste à analyser l'impact de la structure de propriété avec la présence de sociétés de capital de risque sur la relation entre la structure financière et les décisions d'investissements dans les PME québécoises.

Plus spécifiquement, on doit (1) analyser l'impact de la présence des SCR dans la structure de propriété sur la relation entre la structure financière et les décisions d'investissement, (2) examiner cet impact sur cette relation selon l'âge de la PME (jeunesse ou maturité) et (3) traiter cet impact selon le degré de concentration de la structure de propriété.

2.4.2 – Le schéma de synthèse conceptuel

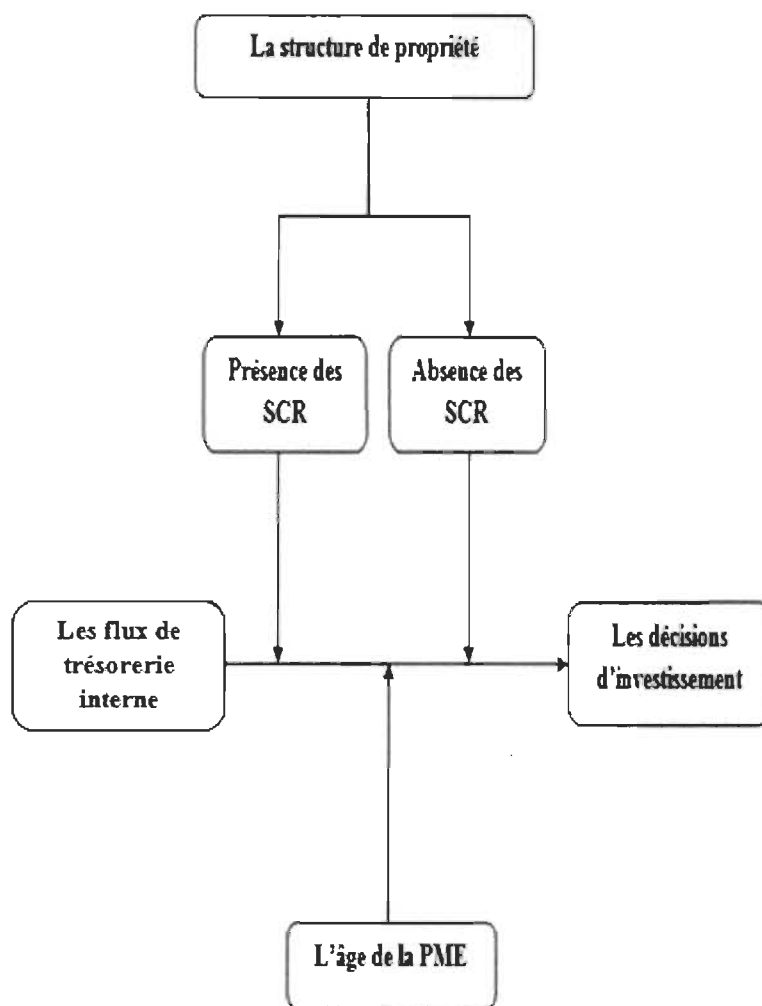


Figure 3.1 – Schéma de synthèse conceptuel

2.4.3 – Hypothèses

Dans toute entreprise, les dirigeants sont affrontés par deux volets lorsqu'on parle de financement. Le premier volet concerne le choix de la structure financière, c'est-à-dire le type de financement (autofinancement, financement bancaire, capital de risque, marché des capitaux...) et ses caractéristiques (à long terme, à moyen terme, à

court terme...). Le deuxième volet implique le choix d'investissement qui désigne l'objet de financement (immobilisations corporelles, immobilisations incorporelles, actifs financiers...). Selon plusieurs chercheurs (Fazzari, Hubbard et coll., 1988 ; Deloof, 1998 ; Page, 1999 ; Patrick Van Cayseele, 2002 ; Fathi et Gailly, 2003 ; Manigart, Baeyens et coll., 2003 ; Fathi et Gailly, 2004 ; Rekik, 2010), ces deux volets sont interdépendants. Selon ces auteurs, le choix de la structure financière est un déterminant des décisions d'investissement.

Les PME sont des entreprises caractérisées par l'asymétrie d'information et par le rôle dominant du propriétaire-dirigeant. Ces facteurs augmentent souvent le coût de financement, ce qui place les PME devant un choix de financement restreint. Toutefois, les PME se trouvent obligées de financer les investissements par le seul choix possible, soit le financement par les liquidités générées à l'interne (Fazzari, Hubbard et coll., 1988). Fazzari, Hubbard et coll. (1988) stipulent qu'il existe une relation positive entre les flux de trésorerie générés à l'interne et le volume d'investissement. Cette relation peut être justifiée par l'asymétrie d'information empêchant d'attirer les bailleurs de fonds mal informés pour financer un tel projet (Van Auken, 2001 ; Manigart, Baeyens et coll., 2003 ; Josée Saint-Pierre, 2008). Les contraintes de financement ont un important effet sur les investissements (Fathi et Gailly, 2004). Dans un tel cas, les flux de trésorerie générés à l'interne peuvent être épuisés. À ce moment-là, l'entreprise risque d'éprouver une situation de sous-investissement. Ce risque est accentué dans les PME en raison de la volonté des propriétaires-dirigeants de conserver le contrôle et d'éviter des coûts de financement externe élevés. Les PME risquent aussi d'éprouver une situation de surinvestissement. La cause tient au fait que les dirigeants peuvent s'abstenir à investir dans des projets à VAN positive pour plusieurs raisons (par exemple : la réduction de la somme des dividendes à distribuer). Toutes ces données nous conduisent à conclure que la structure financière est un déterminant principal des décisions d'investissement.

Parmi les offreurs de financement, on trouve les SCR. Ces bailleurs de fonds sont caractérisés par la surveillance accentuée, un bon système d'information, un contrôle accru, l'implication dans la gestion de l'entreprise, etc. Toutes ces caractéristiques aident les SCR à détecter les mauvaises décisions prises par les dirigeants et permettent aux capital-risqueurs d'obtenir des informations pré et post-investissement (Reid, 1996). Dans ce contexte, la présence du capital de risque dans la structure financière des PME réduit les problèmes de sous et de surinvestissement d'une part, et atténue l'asymétrie d'information de la PME d'autre part (Manigart, Baeyens et coll., 2003). La réduction de l'asymétrie d'information aide les PME à attirer davantage les offreurs de financement et à réduire les coûts de financement des projets. Cette situation fait en sorte de diminuer le problème de sous-investissement puisque le choix de financement sera moins restreint et moins coûteux. On en conclut finalement qu'il y a une relation entre la structure financière et les décisions d'investissement, et que la présence du capital de risque a un effet sur cette relation.

- H1 – La relation positive entre l'investissement et le *cash flow* généré à l'interne est atténuée lorsqu'une SCR investit dans une entreprise grâce à la surveillance accrue et à la réduction de l'asymétrie d'information. Les jeunes PME sont plus opaques informationnellement que les PME matures (Amit, Brander et coll., 1998).

Dans ce contexte, les jeunes PME, plus que les plus âgées, se trouvent souvent face à des contraintes pour le choix de financement. Selon Manigart, Baeyens et coll. (2003), l'atténuation de la relation positive entre les flux de trésorerie et l'investissement est plus « prononcée » chez les jeunes PME comparativement aux PME matures. En d'autres termes; l'impact de la présence des SCR sur l'atténuation de cette relation positive, est plus clair et énoncé dans les jeunes PME que les PME matures.

- H2 – La relation positive entre les flux de trésorerie générés à l’interne et l’investissement est davantage accentuée dans les entreprises matures financées par le capital de risque que dans les jeunes entreprises financées par le capital de risque.

Laeven (2002) prévoit que les PME affichant une structure de propriété concentrée ont plus de contraintes financières que les PME dont la structure de propriété est non concentrée. Une structure de propriété concentrée au sein d’une PME signifie, que le propriétaire dirigeant détient tout le pouvoir et le contrôle de l’entreprise. L’entrepreneur dans ce cas est considéré comme l’homme dominant, ce qui réduit la transparence informationnelle de la PME. Par conséquent, la PME se trouve face des contraintes financières et confronte une offre de financement restreinte. Dans ce contexte, la présence des SCR permette de réduire la dominance de l’entrepreneur sur le contrôle de la PME et de réduire les contraintes financières suite à l’amélioration de la transparence informationnelle et à une production plus fidèle de l’information financière. La structure de propriété a un impact sur la relation entre les décisions d’investissement et la structure financière (Fathi et Gailly, 2004).

- H3 – L’investissement est positivement corrélé avec les flux de trésorerie générés à l’interne dans les entreprises où la structure de propriété est concentrée. Dans le cas contraire, il est négativement corrélé.

Ces hypothèses ont déjà été testées par Manigart, Baeyens et coll. (2003), Deloof (1998), Fathi et Gailly (2004), et Patrick Van Cayseele (2002) sur des échantillons d’entreprises belges. Dans ce mémoire, nous testerons les trois hypothèses citées ci-dessus sur un échantillon de PME québécoises.

– III –

MÉTHODOLOGIE DE LA RECHERCHE

3.1 – Définition conceptuelle des variables et instruments de mesure

3.1.1 – Variable indépendante

La variable indépendante dans ce travail est la structure financière qui est définie comme étant l'ensemble des dettes bancaires et financières nettes et des capitaux propres qui composent le financement de l'entreprise (Vernimmen, 2011).

Souvent, la structure financière est mesurée par le levier financier de l'entreprise. Dans notre étude, nous nous intéresserons plus aux flux de trésorerie générés à l'interne, qui constituent une partie de la structure financière, puisque nous testerons la relation entre ces flux et les décisions d'investissements. Dans cette étude, nous mesurerons les flux de trésorerie de cette façon :

$$\Rightarrow \text{Les flux de trésorerie} = \text{Bénéfice net} + \text{Actifs à court terme} - \text{Passif à court terme}$$

3.1.2 – Variable dépendante

La variable dépendante est constituée des décisions d'investissement. L'investissement peut être défini comme étant une dépense qui peut influencer durablement sur le cycle d'exploitation. Sur le plan comptable, l'investissement est défini comme toutes dépenses inscrites dans les actifs de l'entreprise (immobilisations corporelles, incorporelles et financières). Une décision d'investissement est toute

décision qui conduit à l'achat d'un actif dans le but d'obtenir des flux de trésorerie futurs afin de maximiser la richesse des propriétaires (G. Charreaux, 1991).

Une décision ne peut pas être mesurée quantitativement. Pour cette raison, nous mesurerons dans ce mémoire le volume d'investissement en termes d'immobilisations corporelles, c'est-à-dire que nous nous intéresserons à l'investissement dans les actifs tangibles.

$$\Rightarrow \text{Investissement} = \text{Immobilisations corporelles} / \text{total de l'actif}.$$

3.1.3 – Variables modératrices

Les variables modératrices sont la structure de propriété et l'âge de l'entreprise. Ces variables ont un effet sur la relation entre la structure financière et les décisions d'investissement. La structure de propriété est considérée comme étant la répartition du contrôle au sein de l'entreprise. Ce contrôle est mesuré par les droits de vote (Saint-Pierre, 2008). Dans ce mémoire, nous traiterons aussi la structure de propriété avec la présence de SCR. Quant au capital de risque, il est défini par Ménard (1994, p. 773) comme étant « du capital investi dans une opération ou une entreprise comportant des risques particulièrement élevés et dont la rémunération n'est fonction que de la bonne ou mauvaise fortune de l'entreprise ». Nous travaillons sur une base de données secondaire où nous n'avons aucune information sur les droits de vote. Pour cette raison, nous avons choisi de qualifier toute structure de propriété comme étant concentrée si l'entrepreneur-dirigeant est propriétaire à plus de 50 % de son entreprise ; sinon, la structure de propriété sera qualifiée comme étant non concentrée. Nous avons choisi le taux décisif de 50 % étant donné que dans la plupart des entreprises, si on trouve un associé qui participe à plus de 50 % du financement de l'entreprise, il conservera la gouvernance et le contrôle.

L'âge de l'entreprise rend compte de la maturité ou de la jeunesse de la PME. Dans cette recherche, les entreprises âgées de moins de 15 ans sont considérées comme étant jeunes, alors que celles âgées de 15 ans et plus sont considérées comme étant matures. En tenant compte des caractéristiques des informations de la base de données LaRePE, on a choisi le seuil de 15 ans pour avoir des résultats statistiques significatifs.

3.2 – La stratégie de recherche

Après la formulation des hypothèses suite à la revue de la littérature, nous tenterons de les vérifier empiriquement. Cette étude est hypothético-déductive de nature quantitative. Nous adopterons aussi des tests de corrélation entre les différentes variables. La vérification des hypothèses sera réalisée donc à l'aide des tests de corrélation.

3.2.1 – Cadre d'échantillonnage et cueillette de données

Dans ce mémoire, nous nous appuyons, dans notre collecte d'informations, sur la base de données du *Laboratoire de recherche sur la performance des entreprises* (LaRePE) de l'UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À TROIS-RIVIÈRES. Cette base contient des informations sur plus de 600 PME québécoises et françaises employant aux moins 250 personnes. Les informations ont été recueillies au moyen de questionnaires. Chacun se compose de 15 pages remplies par les dirigeants et les principaux cadres de ces quelque 600 PME : responsables des ressources humaines, responsables de production et directeurs généraux. Les questionnaires couvrent la gestion financière, l'innovation, les ressources humaines et les activités commerciales. Les états financiers des entreprises sont aussi disponibles dans la base de données pour les deux à cinq dernières années. Tous les questionnaires sont transmis au LaRePE par

l'intermédiation d'un organisme qui s'assure de la confidentialité des données et de l'anonymat des personnes ayant répondu auxdits questionnaires.

Les informations contenues dans la base de données portent sur 18 secteurs industriels. La taille des entreprises de l'échantillon est présentée selon trois critères :

- Leur nombre d'employés : de 4 à 234 employés (moy. = 57 employés).
- Leur ventes annuelles (en dollars canadiens) :
de 110 000 \$ à 49,9 M\$ (moy. = 7,9 M\$).
- Leur âge : de 2 à 135 ans (moy. = 24 ans).

3.2.2 – Échantillonnage

Dans ce travail, la population ciblée est toutes les PME québécoises. Dans un premier temps, nous éliminerons les PME françaises recensées dans la base de données. En ce qui concerne l'échantillonnage, nous choisirons l'échantillonnage aléatoire. Nous diviserons la population en deux sous-populations : un groupe rassemblant les PME financées par capital de risque, et un autre rassemblant les PME non financées par capital de risque. Sur le plan méthodologique, nous utiliserons des tests de corrélation.

En ce qui concerne les règles d'éthique, nous utiliserons une base de données secondaire où l'identité des entreprises n'apparaît pas, raison pour laquelle ce travail n'est pas soumis aux règles d'éthique.

– IV –

RÉSULTATS ET INTERPRÉTATION

4.1 – Analyse descriptive

Comme nous l'avons mentionné dans le *Chapitre III – Méthodologie de la recherche*, nous nous sommes appuyé sur la base de données du *Laboratoire de recherche sur la performance des entreprises* (LaRePE) de l'UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À TROIS-RIVIÈRES. Dans cette base de données, on trouve des informations sur plus de 600 PME québécoises et françaises.

Dans notre recherche, nous travaillerons sur le même échantillon que l'étude de Saint-Pierre, Nomo et coll. (2011), laquelle étude s'intéresse à la contribution non financière des capital-risqueurs dans les PME financées par capital de risque. L'échantillon compte 432 PME ($n = 432$), dont 72 de celles-ci sont financées par capital de risque. Dans l'étude de Saint-Pierre, Nomo et coll. (2011), les auteurs ont formé trois groupes :

- Groupe 1 : les PME moins dynamiques.
- Groupe 2 : les PME dynamiques qui ne reçoivent pas de capital de risque.
- Groupe 3 : les PME dynamiques financées par capital de risque.

Nous avons choisi cet échantillon parce que les PME dynamiques financées ou non financées par capital de risque (groupes 2 et 3) présentent des caractéristiques comparables et un profil à peu près similaire en termes d'âge, d'expérience, d'indicateurs financiers, de performance, etc. De plus, ces deux groupes sont des PME dynamiques en croissance et en développement ; et par conséquent, on doit trouver ces PME en phase d'investissement et de création d'importants projets qui

peuvent refléter ce dynamisme et cette croissance. Avoir deux groupes comparables facilite aussi la comparaison entre le volume des projets et l'importance des investissements, entre les PME financées par capital de risque et celles qui n'en reçoivent pas.

Le tableau suivant présente des statistiques descriptives sur notre échantillon de PME selon la présence du capital de risque.

Tableau 4.1 – Statistiques descriptives de l'échantillon (Saint-Pierre, Nomo et coll., 2011)

	Groupe 1	Groupe 2	Groupe 3	Chi-Square test (groupe 2 vs groupe 3)	Chi-Square test (groupe 1 vs groupe 3)
Chiffre d'affaires (M\$ CAD)	7,231	7,899	9,474	0,268	0,032
Nombre d'employés	48,6	55,6	60,5	0,166	0,036
Âge de la firme	31,3	17,5	18,1	0,528	0,000
Pourcentage de l'exportation	71	76	83	0,265	0,037
Années d'expérience	19,1	18,2	14,3	0,012	0,001
Niveau éducatif (1 primaire → 4 universitaire)	3,11	3,02	3,46	0,002	0,003
Budget de R&D (% des ventes)	2,13	1,70	4,78	0,003	0,000

D'après ces statistiques descriptives, les PME formant notre échantillon présentent un important chiffre d'affaires et un nombre appréciable d'employés. Ces indices importants peuvent être expliqués par le nombre d'années d'expérience (de 14 à 18 années) dans le secteur d'activité. Par conséquent, ces PME ont connu une croissance et un développement qui leur ont permis d'atteindre cet important niveau, surtout si l'on sait que la plupart des PME n'ont la capacité de survivre et de continuer leurs activités que durant quelques années en raison de difficultés financières et managériales. Malgré que les PME financées par capital de risque cumulent moins d'expérience en les comparant à d'autres PME, elles réalisent un chiffre d'affaires

plus important. Cela peut être produit par la contribution financière (financement) et la contribution non financière (expérience et réseau d'affaires) des SCR, ainsi que par le choix sélectif de ces dernières qui visent à financer les PME à forte croissance, à vocation technologique et celles qui sont dirigées par des propriétaires-dirigeants bien choisis et affichant des compétences managériales, techniques et interpersonnelles de très haut niveau leur permettant d'attirer les capital-risqueurs et de profiter du financement de ceux-ci. Dans ce même raisonnement, on remarque que les PME financées par les SCR affichent un niveau éducatif plus élevé (3,46) que les autres PME. Les PME avec capital de risque consacrent aussi une partie importante des ventes en *recherche et développement* (R&D). Ces résultats sont cohérents avec ce qu'on a déjà vu dans le recensement de la littérature. Le *Chapitre II (Revue de la littérature)* a montré que les SCR préfèrent investir dans les entreprises à forte croissance, innovantes, qui consacrent de bons budgets en R&D et qui sont dirigées par des entrepreneurs éduqués.

Tableau 4.2 – Ratio d'endettement

		Ratio de l'endettement		
		t	t-1	t-2
Total de PME	N	168	163	156
	Moyenne	,6621	,6773	,6763
PME avec CR	N	70	69	64
	Moyenne	,6820	,7221	,7213
PME sans CR	N	98	94	92
	Moyenne	,6478	,6443	,6450
Sig.		,267	,010	,022

On remarque que le ratio d'endettement chez les PME financées par capital de risque est en moyenne plus élevé que chez les autres PME. Le chiffre d'affaires élevé peut justifier cette situation où les PME qui reçoivent du capital de risque, et qui sont relativement plus jeunes que les autres connaissent une forte croissance qui nécessite du

financement et un endettement capables de couvrir et de soutenir leur rythme de croissance. On remarque aussi que la présence de capital de risque a fait en sorte de diminuer le taux d'endettement de 3,9 % durant deux ans et que la relation entre le taux d'endettement et la présence de capital de risque est statistiquement significative durant les années t-2 et t-1. Le capital de risque réduit le problème d'asymétrie d'information des PME, ce qui facilite l'obtention de financement auprès des différents bailleurs de fonds externes, ce qui peut expliquer le taux d'endettement élevé des PME financées par capital de risque dans notre échantillon et la relation statistiquement significative entre l'endettement et le capital de risque. À ce propos, Saint-Pierre, Nomo et coll. (2011) stipulent que les SCR facilitent aux PME l'accès à de multiples types de financement et différentes ressources. Par conséquent, la facilité d'accès aux ressources des créanciers externes, suite à la présence du capital de risque, peut produire un ratio d'endettement plus élevé en le comparant avec celui des autres PME non financées par les SCR. Les statistiques descriptives montrent que les PME financées par les SCR consacrent 4,78 % de leurs ventes en R&D, alors que les PME de l'autre groupe n'en consacrent que 1,70 %. La R&D demande des ressources financières très importantes, ce qui augmente l'endettement afin de combler les dépenses en recherche et de développement.

Tableau 4.3 – Analyse de la rentabilité

		ROA			ROE			Marge bénéficiaire brute		
		t	t ₋₁	t ₋₂	t	t ₋₁	t ₋₂	t	t ₋₁	t ₋₂
Total de PME	N	171	167	159	169	164	157	164	161	153
	Moyenne	,0554	,0579	,0575	,0997	,1827	,1910	,2701	,2779	,2732
PME avec CR	N	71	70	65	70	69	64	67	66	61
	Moyenne	,0394	,0479	,0295	,0745	,2480	,1112	,2469	,2587	,2523
PME sans CR	N	100	97	94	99	95	93	97	95	92
	Moyenne	,0668	,0651	,0769	,1175	,1352	,2459	,2861	,2913	,2870
Sig.		,085	,171	,006	,722	,229	,362	,086	,159	,157

L'analyse statistique de la *rentabilité de l'actif total* (ROA) montre que le ROA des PME sans CR est plus important que celui des PME avec capital de risque. Donc, les PME sans CR réalisent un bénéfice par dollar investi plus important que les entreprises financées par CR. On obtient aussi les mêmes résultats pour la *rentabilité de l'avoir des actionnaires* (ROE) où le bénéfice obtenu par chaque dollar investi par les actionnaires est plus important dans les PME sans CR en les comparant aux PME avec CR, à l'exception de l'année t-2 où on a eu un ROE moins élevé. Toutes les PME (sans CR et avec CR) durant toutes les années ont affiché une rentabilité de l'avoir des actionnaires plus élevée que celle de l'actif total. Par conséquent, le rendement des capitaux investis est plus élevé que les coûts des dettes. Dans ce cas, toutes les PME de l'échantillon ont profité d'un bon effet de levier financier.

Les résultats montrent que la marge bénéficiaire brute des PME financées par le capital de risque est légèrement moins élevée que le groupe des autres PME. Cela peut être expliqué en partie par l'importance de l'exportation pour les PME financées par le capital de risque par rapport aux autres PME du deuxième sous-échantillon. L'exportation peut engendrer davantage de frais de vente et d'administration et de charges financières, ce qui réduit la marge bénéficiaire brute. On a déjà vu que les PME financées par les SCR ont un ratio d'endettement plus élevé que les autres PME du deuxième échantillon. Cette position exprime que l'actif de ces PME est financé en grande partie par des dettes et des créanciers externes. Par conséquent, les charges financières seront plus élevées que les autres PME qui ont un ratio d'endettement moins important. Donc, le ratio d'endettement peut aussi expliquer cette situation et cette comparaison des marges bénéficiaires. L'allocation d'une importante somme pour les dépenses en R&D au sein des PME financées par les SCR peut diminuer la marge bénéficiaire brute de ce groupe par rapport aux autres PME. Les PME qui ne sont pas financées par capital de risque sont plus âgées et expérimentées dans leur secteur d'activités que les PME du premier groupe. Cette expérience de production et de commercialisation peut diminuer les charges et les coûts de vente, ce qui augmente

la proportion des ventes disponible pour couvrir les coûts de ventes. Manigart, Baeyens et coll. (2003) stipulent que les SCR ont la capacité de réduire ces problèmes pour les jeunes PME, ce qui réduit la corrélation entre l'investissement et les flux de trésorerie d'une façon plus prononcée que les PME matures.

4.2 – Vérification des hypothèses de la recherche

Notre première hypothèse prévoit que la relation positive entre l'investissement et le *cash flow* généré à l'interne est atténuée lorsqu'une SCR investit dans une entreprise et ce, grâce à la surveillance accrue et à la réduction de l'asymétrie d'information.

Selon le tableau de l'analyse de la corrélation entre l'investissement et les flux de trésorerie, nous n'avons trouvé de corrélation entre ces deux variables que pour le cas des jeunes PME du total des entreprises de l'échantillon (0,025) et du sous-échantillon des PME qui ne reçoivent pas du capital de risque (0,037) à l'instant t. Cette corrélation est une corrélation négative et statistiquement significative. Dans la revue de la littérature et dans nos hypothèses, nous avons déjà constaté qu'une relation positive entre les flux de trésorerie et l'investissement exprime l'existence de contraintes financières pour les PME, ce qui n'est pas le cas dans nos résultats. Cette corrélation négative peut être expliquée par l'absence de barrières financières face aux jeunes PME de notre échantillon et du sous-échantillon des PME qui ne sont pas financées par capital de risque. Cette première explication est un peu lointaine de la réalité, car la taille, l'âge et les caractéristiques des PME sont souvent en corrélation avec le financement. C'est-à-dire que même si une PME n'affronte pas d'obstacles financiers lorsqu'elle est mature, elle peut les avoir affrontés durant sa jeunesse en raison du manque d'expérience, de la non-familiarité avec les types de financement, la taille, l'opacité informationnelle, etc. De plus, les propriétaires-dirigeants des PME ont une tendance préférentielle à financer leurs investissements par les flux de trésorerie disponibles pour conserver le contrôle et pour éviter les coûts du

financement externes qui peuvent être élevés en raison de l'asymétrie de l'information chez les PME, surtout les jeunes. Une deuxième explication pour ce résultat, c'est que pour les années dont nous avons fait les calculs, les dirigeants et les propriétaires ont tendance à suivre une politique de sous-investissement pour répondre à leurs objectifs (qui peuvent être non financiers) ou pour minimiser la valeur de revente des participations des actionnaires par la voie de l'augmentation des dépenses discrétionnaires aux dépens de l'investissement dans des projets à VAN positive. On peut aussi expliquer cette relation par le profil expérientiel des entrepreneurs (par exemple, l'aversion au risque ou le manque d'expérience dans la sélection de projets rentables). La troisième explication est très simple, c'est le fait que ces PME n'ont pas investi durant ces années en raison de l'absence de projets à VAN positive et du manque d'occasions d'affaires et d'investissements rentables.

Tableau 4.4 – Les résultats des tests de la corrélation entre l'investissement et les flux de trésorerie selon l'âge de la PME

Total des PME

			Jeunes PME (<15 ans) : N= 76			Matures PME (>15 ans) : N= 94		
			Année t	Année t. ₁	Année t. ₂	Année t	Année t. ₁	Année t. ₂
CF	Année t	N	76	74	71	92	90	85
		Corr.	-.256*	-.246*	-.305**	-.002	.059	.050
		Sig*	.025	.034	.010	.982	.583	.652
	Année t. ₁	N	74	74	71	90	90	85
		Corr.	-.063	-.098	-.079	.052	.081	.059
		Sig*	.595	.404	.511	.630	.450	.590
	Année t. ₂	N	71	71	71	85	85	85
		Corr.	-.076	-.096	-.175	-.058	-.030	-.056
		Sig*	.528	.428	.143	.601	.785	.609

PME sans capital de risque

			Jeunes PME (<15 ans) : N= 43			Matures PME (>15 ans) : N= 57		
			Année t	Année t. ₁	Année t. ₂	Année t	Année t. ₁	Année t. ₂
C F	Année t	N	43	41	40	56	55	53
		Corr	-.320*	-.288	-.283	-.034	.041	.091
		Sig*	.037	.068	.077	.802	.768	.519
	Année t. ₁	N	41	41	40	55	55	53
		Corr	.075	.055	.128	.023	.057	.106
		Sig*	.642	.733	.431	.865	.678	.452
	Année t. ₂	N	40	40	40	53	53	53
		Corr	.023	.014	-.043	-.101	-.076	-.085
		Sig*	.887	.930	.791	.470	.589	.544

PME avec capital de risque

			Jeunes PME (<15 ans) : N= 33			Matures PME (>15 ans) : N= 37		
			Année t	Année t. ₁	Année t. ₂	Année t	Année t. ₁	Année t. ₂
CF	Année t	N	33	33	31	36	35	32
		Corr.	-.129	-.167	-.323	.067	.099	-.028
		Sig*	.473	.0354	.077	.698	.572	.881
	Année t. ₁	N	33	33	31	35	35	32
		Corr.	-.203	-.267	-.344	.112	.128	-.029
		Sig*	.257	.133	.058	.521	.462	.874
	Année t. ₂	N	31	31	31	32	32	32
		Corr.	-.163	-.239	-.351	.038	.063	.007
		Sig*	.382	.194	.053	.836	.730	.969

Concernant les PME financées par capital de risque, nous n'avons pas trouvé une corrélation statistiquement significative entre l'investissement et les flux de trésorerie, ni pour les jeunes PME, ni pour les PME matures et ce, malgré que nous ayons déjà relevé (dans la revue de la littérature) que la présence des SCR influence la relation entre les flux de trésorerie et l'investissement. Cette incidence est due au système informationnel pré et post-investissement qui détecte toute information sur la PME et son entrepreneur afin de réduire et d'éviter les problèmes de sous et de surinvestissement en présence de flux de trésorerie disponibles. La présence des SCR contribue aussi à réduire le problème informationnel qui caractérise les PME, facilitant le financement externe et minimisant les contraintes d'obtenir un financement. En parallèle avec leur apport financier, les SCR présentent d'autres avantages pour les PME, comme l'expérience et leurs réseaux d'affaires. Les entrepreneurs-dirigeants peuvent profiter de cet apport et vaincre nombre d'obstacles empêchant les PME de croître et menaçant leur survie. Par conséquent, l'absence d'une corrélation significative entre les flux de trésorerie et l'investissement peut signifier l'inexistence de contraintes financières ou que les obstacles de financement sont atténués suite à la présence de SCR dans ces PME.

Les tableaux de la corrélation entre l'investissement et les flux de trésorerie affichent des résultats qui ne correspondent pas avec la première hypothèse. D'une part, les résultats ne correspondent pas avec l'hypothèse concernant la relation positive entre ces deux variables pour l'ensemble de l'échantillon et pour le sous-échantillon des PME sans capital de risque. D'autre part, l'absence d'une corrélation significative entre ces deux variables pour les PME avec capital de risque ne permet pas de dire qu'il y a un lien causal entre la présence des SCR et l'atténuation de la relation positive entre les flux de trésorerie et l'investissement. L'absence de relations statistiquement significatives ne permet pas de comparer les résultats des deux sous-échantillons, ni de connaître l'impact de la présence de SCR sur la relation entre l'investissement et les flux de trésorerie.

La deuxième hypothèse de notre recherche prévoit que la relation positive entre l'investissement et les flux de trésorerie est plus accentuée dans les PME matures financées par capital de risque que dans les jeunes PME. Selon notre revue de la littérature, nous avons vu que les jeunes PME sont caractérisées par l'opacité informationnelle ainsi que la faiblesse des ressources et de garanties assurant leur solvabilité à l'égard des créanciers tiers. Ces caractéristiques minimisent fortement les chances de ces jeunes PME d'obtenir un financement, surtout lorsqu'elles sont en croissance. Les PME gazelles ont des besoins financiers qui ne peuvent pas être comblés par les flux de trésorerie générés à l'interne.

Manigart, Baeyens et coll. (2003) affirment que l'atténuation de la relation entre les flux de trésorerie et l'investissement dans les PME financées par les SCR est « plus prononcée » chez les jeunes PME que chez les PME matures.

Nos résultats affichent des corrélations négatives entre l'investissement et les flux de trésorerie chez les jeunes PME financées par capital de risque, et des corrélations positives chez les PME matures avec capital de risque. Mais nous ne pouvons pas valider notre deuxième hypothèse, car les résultats ne sont pas statistiquement significatifs. De plus, nous avons présumé que la relation entre ces deux variables doit être positive. Et pourtant, nous avons trouvé des corrélations négatives chez les PME financées par les SCR.

Tableau 4.5 – Les résultats des tests de la corrélation
entre l'investissement et les ventes selon l'âge de la PME

Total des PME

			Jeunes PME (<15 ans) : N= 76			Matures PME (>15 ans) : N= 94		
			Année t	Année t ₁	Année t ₂	Année t	Année t ₁	Année t ₂
Vente	Année t	N	76	74	71	94	92	87
		Corr.	-.068	-.059	.021	.095	.133	.088
		Sig*	.561	.615	.862	.362	.207	.419
	Année t ₁	N	74	74	71	92	92	87
		Corr.	-.095	-.095	-.024	.087	.114	.070
		Sig*	.419	.419	.845	.409	.280	.518
	Année t ₂	N	71	71	71	87	87	87
		Corr.	-.086	-.085	-.046	.040	.076	.061
		Sig*	.475	.480	.706	.711	.487	.576

PME sans capital de risque

			Jeunes PME (<15 ans) : N=43			Matures PME (>15 ans) : N= 57		
			Année t	Année t ₁	Année t ₂	Année t	Année t ₁	Année t ₂
Vente	Année t	N	43	41	40	57	56	54
		Corr.	-.081	-.058	.083	.027	.057	.077
		Sig*	.605	.717	.610	.844	.677	.579
	Année t ₁	N	41	41	40	56	56	54
		Corr.	-.100	-.077	.041	.011	.029	.046
		Sig*	.533	.633	.803	.938	.834	.742
	Année t ₂	N	40	40	40	54	54	54
		Corr.	-.098	-.079	-.027	-.066	-.037	-.011
		Sig*	.548	.626	.869	.637	.793	.935

PME avec capital de risque

			Jeunes PME (<15 ans) : N=33			Matures PME (>15 ans) : N= 37		
			Année t	Année t ₁	Année t ₂	Année t	Année t ₁	Année t ₂
Vente	Année t	N	33	33	31	37	36	33
		Corr.	-.035	-.056	.080	.189	.216	.090
		Sig*	.847	.755	.670	.264	.205	.618
	Année t ₁	N	33	33	31	36	36	33
		Corr.	-.097	-.140	-.154	.187	.207	.091
		Sig*	.590	.437	.409	.275	.227	.614
	Année t ₂	N	31	31	31	33	33	33
		Corr.	-.065	-.098	-.084	.185	.206	.134
		Sig*	.730	.598	.652	.303	.251	.457

Nous avons aussi effectué des tests de corrélation entre les ventes et l'investissement, et nous avons obtenu des résultats surprenants. Nous n'avons trouvé aucune corrélation statistiquement significative entre ces deux variables pour toutes les PME, que celles-ci soient jeunes, matures, financées ou non par capital de risque. Nous avons obtenu ces résultats sur la corrélation malgré que les PME échantillonnées réalisent un important chiffre d'affaires annuel (dépassant les sept millions de dollars canadiens). Deloof (1998), Manigart, Baeyens et coll. (2003) prévoient que les ventes constituent un important déterminant de l'investissement et qu'il y a une relation de corrélation entre ces deux variables. Souvent, l'investissement chez les jeunes PME est davantage corrélé avec les ventes qu'avec les flux de trésorerie. Certains auteurs comme Fathi et Gailly (2004) stipulent que les ventes ont plus d'impact sur l'investissement que les flux de trésorerie. On peut expliquer cette position par le fait que les ventes sont un important déterminant des flux de trésorerie. Nous avons déjà vu qu'il n'y a également pas de corrélation observée dans les tests de corrélation entre les flux de trésorerie et l'investissement, ce qui peut être cohérent avec les résultats des tableaux ci-dessus. Pour cette raison, on peut expliquer les résultats obtenus par les mêmes explications antérieures pour les tests de corrélation entre l'investissement et les flux de trésorerie.

Tableau 4.6 – Les résultats des tests de la corrélation
entre l'investissement et les dettes selon l'âge de la PME

Total des PME

			Jeunes PME (<15 ans) : N= 76			Matures PME (>15 ans) : N= 94		
			Année t	Année t ₁	Année t ₂	Année t	Année t ₁	Année t ₂
Dettes	Année t	N	69	67	65	80	78	76
		Corr.	.123	.108	.195	.349**	.367**	.365**
		Sig*	.314	.386	.119	.002	.001	.001
	Année t ₁	N	67	67	65	78	78	76
		Corr.	.114	.102	.196	.311**	.330**	.329**
		Sig*	.357	.412	.117	.006	.003	.004
	Année t ₂	N	65	65	65	76	76	76
		Corr.	.128	.120	.211	.228*	.259*	.260*
		Sig*	.308	.340	.092	.048	.024	.023

PME sans capital de risque

			Jeunes PME (<15 ans) : N= 43			Matures PME (>15 ans) : N= 57		
			Année t	Année t ₁	Année t ₂	Année t	Année t ₁	Année t ₂
Dettes	Année t	N	39	37	36	47	46	45
		Corr.	.151	.137	.261	.320*	.356*	.371*
		Sig*	.359	.420	.124	.028	.015	.012
	Année t ₁	N	37	37	36	46	46	45
		Corr.	.140	.133	.260	.285	.319*	.359*
		Sig*	.408	.433	.125	.055	.031	.015
	Année t ₂	N	36	36	36	45	45	45
		Corr.	.152	.152	.261	.170	.210	.257
		Sig*	.377	.376	.124	.265	.167	.088

PME avec capital de risque

			Jeunes PME (<15 ans) : N= 33			Matures PME (>15 ans) : N= 37		
			Année t	Année t ₁	Année t ₂	Année t	Année t ₁	Année t ₂
Dettes	Année t	N	30	30	29	33	32	31
		Corr.	.033	.010	-.030	.403*	.389*	.358*
		Sig*	.864	.958	.877	.020	.028	.048
	Année t ₁	N	30	30	29	32	32	31
		Corr.	-.010	-.038	-.061	.355*	.345	.281
		Sig*	.960	.840	.752	.046	.053	.126
	Année t ₂	N	29	29	29	31	31	31
		Corr.	.025	.002	.035	.320	.323	.258
		Sig*	.896	.990	.856	.079	.077	.160

À partir des tests de corrélation entre les dettes et l'investissement, nous stipulons qu'il existe une corrélation positive et statistiquement significative entre ces deux variables pour les PME matures, objet de notre recherche. Ce résultat est cohérent avec les prédictions théoriques qui stipulent l'existence d'une relation positive entre l'endettement et l'investissement. Si l'on met de côté les études qui se sont uniquement basées sur les dettes à long terme comme définition de la variable « dette », Fathi et Gailly (2004) ont trouvé une relation négative entre l'endettement et l'investissement. Dans notre recherche, cette relation n'est statistiquement positive que chez les PME matures. On peut expliquer ce résultat par la faiblesse des contraintes financières pour les PME expérimentées et matures par rapport aux jeunes PME. Selon la théorie de cycle de la croissance financière de Berger et Udell (1998), les PME matures se basent davantage sur les dettes comme source de financement, tandis que les jeunes PME se basent plutôt sur l'autofinancement et les moyens internes comme sources de financement de projets. La transparence informationnelle et les préférences de contrôle et de gouvernance de la PME sont deux variables qui expliquent les préférences de financement et les types de financement disponibles et offerts pour les PME. Les jeunes PME sont opaques informationnellement, ce qui produit des contraintes financières et des coûts financiers élevés. Les entrepreneurs de jeunes PME sont également non expérimentés et veulent conserver le contrôle de leurs PME, ce qui éloigne de leurs choix les types de financement externes, au contraire des PME matures, plus transparentes et disposant d'un choix plus large de financement. Toutes ces prédictions peuvent expliquer les résultats obtenus.

À l'année t , la corrélation entre ces variables est plus accentuée dans les PME financées par capital de risque (0,403) par rapport à celles qui n'en reçoivent pas (0,320). L'explication de cette différence statistiquement significative, c'est que la présence des SCR dans la structure financière permet aux PME d'avoir un accès plus facile aux sources de financement (Saint-Pierre, Nomo et coll., 2011). Cette présence

joue le rôle d'une garantie pour les bailleurs de fonds externes qui se méfient souvent de l'obscurité informationnelle et de l'insuffisance de garanties corporelles des PME.

Ces tests statistiques visent à montrer la relation entre la structure financière (flux de trésorerie et dettes) et l'influence des SCR sur cette relation selon l'âge des PME. Nos résultats montrent une relation négative entre les flux de trésorerie et l'investissement pour les jeunes PME, une absence de corrélation statistiquement significative entre ces deux variables pour les PME matures et pour les PME financées par le capital de risque, une relation positive entre les dettes et l'investissement pour les PME matures ainsi qu'une absence de relation significative entre ces dernières variables pour les jeunes PME. À la lumière de ces résultats, nous ne pouvons pas valider nos deux premières hypothèses, ni valider qu'il y ait une relation de corrélation entre la présence du capital de risque et le degré de corrélation entre les flux de trésorerie et l'investissement.

Dans les tableaux ci-dessus, nous avons étudié les relations de la corrélation entre l'investissement et d'autres variables selon l'âge de la PME (maturité et jeunesse). Maintenant, nous analysons les mêmes relations selon la structure de propriété des PME.

Tableau 4.7 – Les résultats des tests de la corrélation entre l'investissement et les flux de trésorerie selon la concentration de la structure de propriété

Total des PME

			PME non concentrées: N= 16			PME concentrées: N= 156		
			Année t	Année t ₁	Année t ₂	Année t	Année t ₁	Année t ₂
CF	Année t	N	16	16	15	153	149	142
		Corr.	.047	.086	.053	-.087	-.054	-.081
		Sig*	.863	.751	.851	.287	.510	.337
	Année t ₁	N	16	16	15	149	149	142
		Corr.	.034	.067	.013	-.001	-.004	-.012
		Sig*	.900	.804	.962	.986	.958	.891
	Année t ₂	N	15	15	15	142	142	142
		Corr.	.102	.153	.074	-.091	-.097	-.131
		Sig*	.718	.587	.792	.280	.249	.119

PME avec capital de risque

			PME non concentrées : N= 16			PME concentrées : N= 56		
			Année t	Année t ₁	Année t ₂	Année t	Année t ₁	Année t ₂
CF	Année t	N	16	16	15	54	53	49
		Corr.	.047	.086	.053	-.011	-.014	-.258
		Sig*	.863	.751	.851	.938	.919	.073
	Année t ₁	N	16	16	15	53	53	49
		Corr.	.034	.067	.013	.031	-.005	-.215
		Sig*	.900	.804	.962	.824	.971	.137
	Année t ₂	N	15	15	15	49	49	49
		Corr.	.102	.153	.074	-.087	-.133	-.1397
		Sig*	.718	.587	.792	.551	.362	.176

PME sans capital de risque

			PME non concentrées : N= 0			PME concentrées : N= 100		
			Année t	Année t ₁	Année t ₂	Année t	Année t ₁	Année t ₂
CF	Année t	N	----	----	----	99	96	93
		Corr.	----	----	----	-.119	-.073	-.029
		Sig*	----	----	----	.242	.479	.783
	Année t ₁	N	----	----	----	96	96	93
		Corr.	----	----	----	-.011	-.002	.058
		Sig*	----	----	----	.912	.981	.580
	Année t ₂	N	----	----	----	93	93	93
		Corr.	----	----	----	-.090	-.084	-.108
		Sig*	----	----	----	.391	.425	.304

Concernant la relation de la corrélation entre l'investissement et les flux de trésorerie, les tests statistiques n'ont montré aucune corrélation entre ces variables, que ce soit la structure de propriété ou la structure financière. Ce résultat est incohérent avec les assises théoriques qui prévoient une relation positive entre ces deux variables, exprimant l'existence de contraintes financières face aux PME. Selon Laeven (2002), les entreprises qui affichent une structure de propriété concentrée ont plus d'obstacles et de contraintes financières que celles affichant une structure de propriété dispersée. Ces résultats ne permettent pas de vérifier la troisième hypothèse prévoyant que l'investissement est positivement corrélé avec les flux de trésorerie générés à l'interne dans les entreprises où la structure de propriété est concentrée, et négativement corrélé dans le cas contraire. Une PME contrôlée par plusieurs propriétaires montre plus de transparence informationnelle qu'une PME dominée par un seul entrepreneur-dirigeant qui y joue le rôle d'homme-orchestre prenant toutes les décisions propres à atteindre ses objectifs personnels. La non-concentration de la structure de propriété sert à produire une information financière plus transparente qui est fidèle aux normes et à la législation. Cette transparence réduit les contraintes financières, ce qui donne une corrélation négative entre l'investissement et les flux de trésorerie. Contrairement à nos attentes, les résultats affichent une corrélation positive entre l'investissement et les flux de trésorerie pour les PME présentant une structure de propriété non concentrée, et une corrélation négative pour les PME présentant une structure concentrée. Mais dans les deux cas, ces corrélations sont statistiquement non significatives. Par conséquent, ces résultats ne permettent pas de valider et de vérifier la troisième hypothèse de l'étude.

On peut expliquer ces résultats par la définition de la variable modératrice qui est la structure de propriété. Normalement, la structure de propriété est mesurée par le pourcentage de droits de vote détenus par chaque associé. Mais puisque la base de données ne contient pas d'informations sur la répartition des droits de vote au sein des entreprises, nous avons défini la structure de propriété selon la participation du

propriétaire-dirigeant dans la structure financière. Si celui-ci participe à plus de 50 % à la structure financière, on dit que la structure de propriété est concentrée. Souvent, la plupart des personnes (physiques ou morales) qui participent à plus de 50 % à la structure de propriété conservent le pouvoir du contrôle. C'est pour cette raison que nous avons choisi le taux charnière de 50 %.

Tableau 4.8 – Les résultats des tests de corrélation entre l'investissement et les ventes selon la concentration de la structure de propriété

Total des PME

			PME non concentrées : N= 16			PME concentrées : N= 156		
			Année t	Année t ₁	Année t ₂	Année t	Année t ₁	Année t ₂
Vente	Année t	N	16	16	15	155	151	144
		Corr.	.194	.216	.184	-.004	.011	.020
		Sig*	.472	.422	.511	.965	.895	.810
	Année t ₁	N	16	16	15	151	151	144
		Corr.	.195	.202	.182	-.026	-.019	-.015
		Sig*	.469	.454	.515	.753	.814	.860
	Année t ₂	N	15	15	15	144	144	144
		Corr.	.188	.201	.158	-.073	-.067	-.044
		Sig*	.501	.473	.575	.382	.425	.604

PME avec capital de risque

			PME non concentrées : N= 16			PME concentrées : N= 56		
			Année t	Année t ₁	Année 3	Année t	Année t ₁	Année t ₂
Vente	Année t	N	16	16	15	55	54	50
		Corr.	.194	.216	.184	.061	.048	-.095
		Sig*	.472	.422	.511	.658	.729	.511
	Année t ₁	N	16	16	15	54	54	50
		Corr.	.195	.202	.182	.033	.012	-.124
		Sig*	.469	.454	.515	.815	.931	.390
	Année t ₂	N	15	15	15	50	50	50
		Corr.	.188	.201	.158	-.043	-.071	-.072
		Sig*	.501	.473	.575	.767	.623	.618

PME sans capital de risque

			PME non concentrées : N= 0			PME concentrées : N= 100		
			Année t	Année t ₁	Année t ₂	Année t	Année t ₁	Année t ₂
Vente	Année t	N				100	97	94
		Corr.				-.028	-.005	.069
		Sig*				.785	.960	.511
	Année t ₁	N				97	97	94
		Corr.				-.051	-.034	.029
		Sig*				.616	.740	.779
	Année t ₂	N				94	94	94
		Corr.				-.090	-.069	-.034
		Sig*				.386	.511	.742

Tableau 4.9 – Les résultats des tests de corrélation entre l'investissement et les dettes selon la concentration de la structure de propriété

Total des PME

			PME non concentrées : N= 16			PME concentrées : N= 156		
			Année t	Année t. ₁	Année t. ₂	Année t	Année t. ₁	Année t. ₂
Dettes	Année t	N	15	15	14	135	131	128
		Corr.	.321	.304	.350	.199*	.195*	.245**
		Sig*	.243	.271	.220	.021	.025	.005
	Année t. ₁	N	15	15	14	131	131	128
		Corr.	.195	.202	.201	.168	.165	.226*
		Sig*	.485	.471	.492	.055	.060	.010
	Année t. ₂	N	14	14	14	128	128	128
		Corr.	.172	.187	.174	.151	.155	.215*
		Sig*	.557	.522	.551	.089	.080	.015

PME avec capital de risque

			PME non concentrées : N= 16			PME concentrées : N= 56		
			Année t	Année t. ₁	Année t. ₂	Année t	Année t. ₁	Année t. ₂
Dettes	Année t	N	15	15	14	49	48	47
		Corr.	.321	.304	.350	.195	.163	.101
		Sig*	.243	.271	.220	.179	.269	.498
	Année t. ₁	N	15	15	14	48	48	47
		Corr.	.195	.202	.201	.174	.138	.085
		Sig*	.485	.471	.492	.238	.348	.570
	Année t. ₂	N	14	14	14	47	47	47
		Corr.	.172	.187	.174	.186	.159	.129
		Sig*	.557	.522	.551	.210	.286	.386

PME sans capital de risque

			PME non concentrées : N= 0			PME concentrées : N= 100		
			Année t	Année t. ₁	Année t. ₂	Année t	Année t. ₁	Année t. ₂
Dettes	Année t	N				86	83	81
		Corr.				.205	.209	.288**
		Sig*				.058	.058	.009
	Année t. ₁	N				83	83	81
		Corr.				.172	.177	.267*
		Sig*				.121	.109	.016
	Année t. ₂	N				81	81	81
		Corr.				.147	.161	.243*
		Sig*				.190	.150	.029

Les tests de corrélation entre l'investissement et les ventes selon la concentration de la structure de la propriété affichent des résultats semblables à ceux des tests précédents entre l'investissement et les flux de trésorerie. Ces résultats sont attendus puisqu'on a déjà stipulé que les ventes sont un déterminant principal des flux de trésorerie et qu'elles ont un impact plus important sur les investissements que les flux de trésorerie (Fathi et Gailly, 2004). Ces tests affichent une corrélation positive pour les PME aux structures de propriété non concentrées et une relation négative pour les PME aux structures concentrées. Mais ces relations ne sont pas statistiquement significatives.

Les tests de corrélation entre l'investissement et les dettes selon la concentration de la structure de propriété montrent une relation positive et statistiquement significative pour l'ensemble des PME de l'échantillon à l'année t (0,021) et à l'année $t-2$ (0,015), et pour les PME sans capital de risque à l'année $t-2$ (0,029). Par contre, nous n'avons trouvé aucune relation statistiquement significative pour le sous-échantillon des PME financées par capital de risque. Ces résultats ne sont pas cohérents avec les prédictions théoriques qui prévoient une relation positive entre l'investissement et les dettes pour les PME présentant une structure de propriété non concentrée.

Les résultats montrent que toutes les PME de notre échantillonnage qui ne sont pas financées par capital de risque n'ont qu'une structure de propriété concentrée. Donc, la présence des SCR sert à partager le contrôle et la gouvernance de l'entreprise entre l'entrepreneur principal et les autres associés. Pour cette raison, on retrouve des entreprises présentant une structure de propriété non concentrée dans le sous-échantillon des PME financées par capital de risque. Ce partage aide les PME à alléger les contraintes financières, leur facilite l'accès à d'autres sources de financement et crée une relation positive entre l'investissement et les dettes.

– V –

CONCLUSION

L'objectif de cette recherche est d'analyser l'impact de la structure de propriété en présence de SCR sur la relation entre la structure financière et les décisions d'investissement.

Nous avons élaboré des comparaisons entre deux sous-échantillons de PME selon la concentration de leurs structures de propriété et selon l'âge des firmes. Ces deux groupes sont constitués par les PME financées par capital de risque et celles qui ne bénéficient pas de ce type de financement. Nos hypothèses cherchent à vérifier la relation positive entre l'investissement et les flux de trésorerie en tenant compte de la présence de SCR, de l'âge et de la concentration de la structure de propriété. Suite à l'analyse des résultats statistiques, toutes nos hypothèses ont été infirmées.

Dans chaque recherche scientifique, on doit prendre en considération les limites de la recherche, surtout en ce qui concerne le choix de l'échantillon, la méthodologie envisagée et le choix de la cueillette des informations. Nous nous sommes appuyé sur la base de données du LaRePE comme source d'informations. Les obstacles rencontrés suite à ce choix sont principalement le manque de quelques informations importantes comme la répartition des droits de vote et l'année d'implication des SCR dans les PME. Ces contraintes ne nous permettent pas, par exemple, d'élaborer un lien causal entre la présence de SCR dans la structure financière de l'entreprise et les décisions d'investissement. En d'autres termes, nous ne pouvons pas confirmer l'existence d'un impact, suite à la présence de SCR dans la structure de propriété, sur la relation entre la structure financière et les décisions d'investissement. La raison tient au fait que nous n'avons aucune information sur les années qui précèdent l'entrée du capital de risque dans le financement des PME. Dans ce cas-ci, l'impact

sur la relation entre la structure financière et les décisions d'investissement peut être dû à d'autres variables modératrices autres que le capital de risque. Pour cette raison, nous pouvons comprendre et expliquer la faiblesse des résultats obtenus suite aux tests statistiques.

Les PME de notre échantillonnage sont des firmes manufacturières, ce qui est un échantillonnage peu représentatif, surtout que le capital de risque est en forte présence dans les secteurs des technologies, des communications, biomédicales, etc. Les limites de ce mémoire se situent au niveau de la méthodologie, de la représentativité de l'échantillonnage et de l'utilisation des données secondaires. Par conséquent, il serait important de refaire cette étude afin d'éliminer l'essentiel de ces limites. Il faudrait adopter des techniques économétriques avancées permettant de régler certains problèmes tels que le biais des corrélations et l'hétéroscédasticité. Nous devrions travailler sur un échantillon représentatif avec des informations utiles pouvant conduire à des résultats significatifs suite à une collecte de données fiables permettant de connaître toutes informations pertinentes antérieures et postérieures à l'implication des SCR dans le financement des PME, et de connaître également la répartition des droits de vote au sein de ces PME.

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- Amit, R., J. Brander et coll. (1998), « Why do Venture Capital Firms Exist ? Theory et Canadian Evidence », *Journal of Business Venturing*, 13(6) : 441-466.
- Ang, J. S. (1992), « On the Theory of Finance For Privately Held Firms », *Journal of Small Business Finance* 1(3) : 185-203.
- Ang, J. S. (2000), « Small Business Uniqueness & The Theory of Financial Management », *Small Business : Critical Perspectives on Business & Management* 2 : 574.
- Barnea, A., R. A. Haugen et coll. (1981), « Market Imperfections, Agency Problems, & Capital Structure : A Review », *Financial Management* : 7-22.
- Barton, S. L. et C. H. Matthews (1989), « Small Firm Financing : Implications From a Strategic Management Perspective : An Article From : Journal of Small Business Management », *Journal of Financing Economics* 27(1) : 447-471.
- Berger, A. N. et G. F. Udell (1998), « The Economics of Small Business Finance : The Roles of Private Equity et Debt Markets in the Financial Growth Cycle », *Journal of Banking & Finance* 22(6-8) : 613-673.
- Berger, P. G. et E. Ofek (1995), « Diversification's Effect on Firm Value », *Journal of Financial Economics* 37(1) : 39-65.
- Bertonèche, M. et L. Vickery (1987), *Le capital-risque*.
- Binks, M. R., C. T. Ennew et coll. (1992), « Information Asymmetries & the Provision of Finance to Small Firms », *International Small Business Journal* 11(1) : 35.
- Brealey, R. A. et S. C. Myers (2000), *Principles of Corporate Finance*, Boston : Irwin McGraw-Hill.
- Bygrave, W. D. (1987), « Syndicated Investments by Venture Capital Firms : A Networking Perspective », *Journal of Business Venturing* 2(2) : 139-154.
- Bygrave, W. D. et J. A. Timmons (1992), *Venture Capital at the Crossroads*, Harvard Business Press.
- Carlton, D. W. et J. M. Perloff (2008), *Économie industrielle*, coll. « Ouvertures économiques ».
- Cassar, G. et S. Holmes (2003), « Capital Structure & Financing of SMEs : Australian Evidence », *Accounting & Finance* 43(2) : 123-147.

- Charreaux, G. (1985), « Le dilemme des PME : Ouvrir son capital ou s'endetter », *Revue française de gestion* : 59-72.
- Coleman, S. (2000), « Access to Capital & Terms of Credit : A Comparison of Men-And Women-Owned Small Businesses », *Journal of Small Business Management* 38(3).
- Colot, V. et P. Michel (1996), « Vers une théorie financière adaptée aux PME : Réflexion sur une science en genèse », *Revue Internationale PME* 9(1) : 143-166.
- Danny, L., R. Luke et coll. (2011), *Les petites, moyennes et grandes entreprises dans l'économie canadienne : mesure de leur contribution au produit intérieur brut en 2005*, Statistiques Canada.
- Deloof, M. (1998), « Corporate Groups, Liquidity & Overinvestment by Belgian Firms Quoted on the Brussels Stock Exchange », *Managerial & Decision Economics* 19(1) : 31-41.
- Deloof, M. (1998), « Internal Capital Markets, Bank Borrowing & Financing Constraints : Evidence from Belgian Firms », *Journal of Business Finance & Accounting* 25(7 8) : 945-968.
- Dufresne, D. (2002), *L'influence des sociétés de capital de risque sur le développement organisationnel des PME*, mémoire de maîtrise, Université du Québec à Trois-Rivières.
- Ennew, C. et M. Binks (1993), « Financing Entrepreneurship in Recession : Does the Banking Relationship Constrain Performance ? », *Frontiers of Entrepreneurship Research*, Babson Park, MA : Center for Entrepreneurial Studies Babson College : 481-495.
- Fakhfakh, I. et M. M. Nekhili (2009), *Free Cash Flow, Gestion des résultats et gouvernement des entreprises : étude comparative des entreprises françaises et américaines*.
- Fathi, E. et B. Gailly (2003), « La structure financière des PME de la haute technologie », *Actes du XIIe Congrès de l'AIMS*.
- Fathi, E. et B. Gailly (2004), « Liquidity Constraints, Investment and Ownership ».
- Fazzari, S., R. G. Hubbard et coll. (1988), *Financing Constraints et Corporate Investment*, National Bureau of Economic Research Cambridge, Mass., USA.
- Fluck, Z., D. Holtz-Eakin et coll. (1998), *Where Does the Money Come From ? : The Financing of Small Entrepreneurial Enterprises*, Center for Economic Policy Studies, Princeton University.
- G. Charreaux (1991), *Gestion financière*, Litec.

- Gibson, B. (1992), « Financial Information for Decision Making : An Alternative Small Firm Perspective », *The Journal of Small Business Finance* 1(3) : 221-232.
- Goergen, M. et L. Renneboog (2001), « Investment Policy, Internal Financing & Ownership Concentration in the UK », *Journal of Corporate Finance* 7(3) : 257-284.
- Gregory, B. T., M. W. Rutherford et coll. (2005), « An Empirical Investigation of the Growth Cycle Theory of Small Firm Financing », *Journal of Small Business Management* 43(4) : 382-392.
- Hamilton, R. T. et M. A. Fox (1998), « The Financing Preferences of Small Firm Owners », *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research* 4(3) : 239-248.
- Harris, M. et A. Raviv (1990), « Capital Structure et the Informational Role of Debt », *Journal of Finance* : 321-349.
- Harris, M. et A. Raviv (1991), « The Theory of Capital Structure », *Journal of Finance* : 297-355.
- Himmelberg, C. P. et B. C. Petersen (1994), « R & D and Internal Finance : A Panel Study of Small Firms in High-Tech Industries », *The Review of Economics & Statistics* : 38-51.
- Holmes, S. et P. Kent (1991), « An Empirical Analysis of the Financial Structure of Small & Large Australian Manufacturing Enterprises », *Journal of Small Business Finance* 1(2) : 141-154.
- Industrie, C. (2012), « Bulletin trimestriel sur la petite entreprises », *Bulletin trimestriel sur la petite entreprises*, 13(4).
- Janssen, F. et R. Wtterwulghé (1998), *L'influence de l'interpénétration du dirigeant et de son entreprise sur l'endettement bancaire des PME : état de la question*.
- Jensen, G. R., D. P. Solberg et coll. (1992), « Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, et Dividend Policies », *Journal of Financial & Quantitative Analysis* 27(2) : 247-263.
- Jensen, M. C. (1986), « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance & Takeovers », *The American Economic Review* 76(2) : 323-329.
- Jensen, M. C. et W. H. Meckling (1976), « Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs et Ownership Structure », *Journal of Financial Economics* 3(4) : 305-360.
- Josée Saint-Pierre (2008), *La gestion financière des PME : théories et pratiques*, Québec, Canada, Presses de l'Université du Québec.

- Julien, P. A. (2000), *L'entrepreneuriat au Québec : pour une révolution tranquille entrepreneuriale 1980-2005*, Éditions Transcontinental.
- Knight, R. M. (1994), « Criteria Used by Venture Capitalists : a Cross Cultural Analysis », *International Small Business Journal* 13(1) : 26-37.
- Lachmann, J. (1999), *Capital-risque et capital-investissement*, Economica.
- Lachmann, J. et M. Rudloff (1996), *Financer l'innovation des PME*, Jean Lachmann, préface de Marcel Rudloff, Economica.
- Laeven, L. (2002), « Financial Constraints on Investments et Credit Policy in Korea » *Journal of Asian Economics* 13(2) : 251-269.
- Lamont, O. A. et C. Polk (2002), « Does Diversification Destroy Value ? Evidence From the Industry Shocks », *Journal of Financial Economics* 63(1) : 51-77.
- Landström, H. (1993), « Agency Theory et Its Application to Small Firms : Evidence from the Swedish Venture Capital Market », *Journal of Small Business Finance* 2(3) : 203-218.
- Leary, M. T. et M. R. Roberts (2010), « The Pecking Order, Debt Capacity and Information Asymmetry », *Journal of Financial Economics* 95(3) : 332-355.
- MacMillan, I. C., D. M. Kulow et coll. (1989), « Venture Capitalists' Involvement in Their Investments : Extent et Performance », *Journal of Business Venturing* 4(1) : 27-47.
- Manigart, S., K. Baeyens et coll. (2003), « Financing et Investment Interdependencies in Unquoted Belgian Companies : The Role of Venture Capital », *Firms' Investment et Finance Decision*, Edward Elgar Publishing : Cheltenham, UK.
- Marchesnay, M. et P. A. Julien (1996), « L'entrepreneuriat », *Economica Poche*.
- McMahon, R. G. P., S. Holmes et coll. (1993), *Small Enterprise Financial Management : Theory & practice*, Harcourt Brace Sydney, Australia.
- Memba, S., W. Gakure et coll. (2012), « Venture Capital (VC) : Its Impact on Growth of Small et Medium Enterprises in Kenya ».
- Modigliani, F. et M. H. Miller (1958), « The Cost of Capital, Corporation Finance & the Theory of Investment », *The American Economic Review* 48(3) : 261-297.
- Monroy, T. et R. Folger (1993), « A Typology of Entrepreneurial Paradigm », *Journal of Private Enterprise* 9(2) : 64-79.
- Morissette, D. (2008), « Analyse financière et gestion du fonds de roulement », coll. « Finance », 2e éd.

- Myers, S. C. (1977), « Determinants of Corporate Borrowing », *Journal of Financial Economics* 5(2) : 147-175.
- Myers, S. C. (1984), *Capital Structure Puzzle*, National Bureau of Economic Research Cambridge, Mass., USA.
- Myers, S. C. et N. S. Majluf (1984), « Corporate Financing et Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have », *Journal of Financial Economics* 13(2) : 187-221.
- Nomo, T. S. (2008), *Étude exploratoire du suivi des investissements réalisés dans le secteur traditionnel par les sociétés de capital de risque*, ProQuest.
- Nomo, T. S. (2010), « Capital de risque : motivations, irritants et rôles perçus par les dirigeants de PME », *Revue internationale des PME* 23(1) : 11-28.
- Norton, E. (1991), « Capital Structure and Small Public Firms », *Journal of Business Venturing* 6(4) : 287-303.
- Page, J. P. (1999), *La décision d'investissement en contexte canadien : condition de certitude*, Éditions DTR.
- Patrick Van Cayseele (2002), « Investment, R&D & Liquidity Constraints : A Corporate Governance Approach to the Belgian Evidence », *National Bank of Belgium Research Series*.
- Peneder, M. (2010), « The Impact of Venture Capital on Innovation Behavior et Firm Growth », *Venture Capital* 12(2) : 83-107.
- Petersen, M. A. et R. G. Rajan (1994), « The Benefits of Lending Relationships : Evidence from Small Business Data », *Journal of Finance* : 3-37.
- Pettit, R. R. et R. F. Singer (1985), « Small Business Finance : A Research Agenda », *Financial Management* : 47-60.
- Petty, J. et W. Bygrave (1993), « What Does Finance Have to Say to the Entrepreneur », *The Journal of Small Business Finance* 2(2) : 125-137.
- Poulain-Rhem, T. (2006), « La politique de financement des entreprises patrimoniales et familiales cotées : un test de la théorie du Free Cash Flow », *La Revue financière* (153).
- Psillaki, M. (1995), « Rationnement du crédit et PME : une tentative de mise en relation », *Revue internationale des PME* 8(3-4) : 67-90.
- Rajan, R. G. (1992), « Insiders & outsiders : The Choice Between Informed & Arm's-Length Debt », *The Journal of Finance* 47(4) : 1367-1400.

- Reid, G. C. (1996), « Fast Growing Small Entrepreneurial Firms & Their Venture Capital Backers : An Applied Principal-Agent Analysis », *Small Business Economics* 8(3) : 235-248.
- Rekik, L. (2010), « Analyse des investissements », Télé-Université, Université du Québec à Montréal.
- Rosenstein, J., A. V. Bruno et coll. (1993), « The CEO, Venture Capitalists & the Board », *Journal of Business Venturing* 8(2) : 99-113.
- Ross, S. A. (1977), « The Determination of Financial Structure : The Incentive-Signaling Approach », *The Bell Journal of Economics* : 23-40.
- Shleifer, A. et R. W. Vishny (1996), *A Survey of Corporate Governance*, National Bureau of Economic Research.
- Smith, C. W. et J. B. Warner (1979), « On financial contracting : An Analysis of Bond Covenants », *Journal of Financial Economics* 7(2) : 117-161.
- Saint-Pierre, J. (2004), *La gestion du risque : comment améliorer le financement des PME et faciliter leur développement*, PUQ.
- Saint-Pierre, J., C. Mathieu et coll. (2003), *Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche*, rapport de recherche présenté à Industrie Canada, Institut de recherche sur les PME.
- Saint-Pierre, J., T. S. Nomo et coll. (2011), « The Non-Financial Contribution of Venture Capitalists to VC-backed SMEs : The Case of Traditional Sectors », *Venture Capital* 13(2) : 103-118.
- Stiglitz, J. E. et A. Weiss (1981), « Credit Rationing in Markets with Imperfect Information », *The American Economic Review* 71(3) : 393-410.
- Terpstra, D. E. et P. D. Olson (1993), « Entrepreneurial Start-Up et Growth : A Classification of Problems », *Entrepreneurship : Theory et Practice* 17(3).
- Trabelsi, A. (2006), *Les déterminants de la structure du capital et les particularités du financement dans les PME*, Dauphine : 2006.
- Van Auken, H. E. (2001), « Financing Small Technology Based Companies : The Relationship Between Familiarity With Capital and Ability to Price and Negotiate Investment », *Journal of Small Business Management* 39(3) : 240-258.
- Van Auken, H. E. et L. Neeley (1996), « Evidence of Bootstrap Financing Among Small Start-Up Firms », *Journal of Entrepreneurial Small Business Finance* 5(3).
- Vernimmen (2011), « Finance d'entreprise 2012 (10 Éd.) », *Recherche* 67 : 02.

- Vogt, S. C. (1994), « The Cash Flow/Investment Relationship : Evidence from US Manufacturing Firms », *Financial Management* 23(2) : 3-20.
- Wu, Z., P. L. Hedges et coll. (2007), « Effects of Concentrated Ownership and Owner Management on Small Business Debt Financing », *Journal of Small Business Management* 45(4) : 422-437.